全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本运作的深度点评
冲刺创业板的最佳参考

徐晋◎主编

私募基金经典案例大全

SIMU JIJIN JINGDIAN ANLI DAQUAN

全文遵循哈佛大学案例规范 汇集正反各方观点 全面审视私募经典案例

上册

陕西出版集团
陕西科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



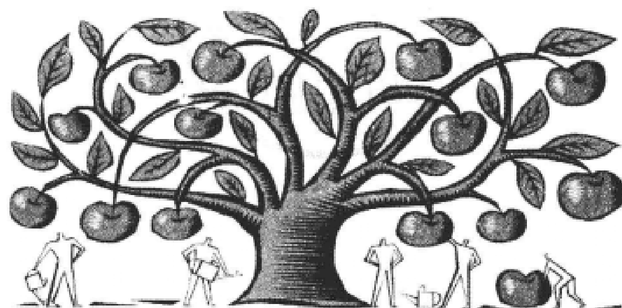
F830.45
37
V1

全文遵循哈佛大学案例规范，汇集正反各方观点，全面审视私募经典案例。
资本运作的深度点评，冲刺创业板的最佳参考。

私募基金经典案例大全

（上）

徐　晋　主编



陕 西 出 版 集 团
陕西科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

私募基金经典案例大全/徐晋主编. —西安：陕西科学技术出版社，2012.11
ISBN 978-7-5369-5603-2

Ⅰ. ①私… Ⅱ. ①徐… Ⅲ. ①投资基金-案例 Ⅳ. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 237379 号

出 版 者　陕西出版集团　陕西科学技术出版社
　　　　　西安北大街 131 号　邮编 710003
　　　　　电话 (029)87211894　传真 (029) 87218236
　　　　　http://www.snstp.com
发 行 者　陕西出版集团　陕西科学技术出版社
　　　　　电话 (029)87212206　87260001
印　　刷　陕西瑞升印务公司印刷
规　　格　787mm×1092mm　16 开本
印　　张　61.5
字　　数　1100 千字
版　　次　2013 年 1 月第 1 版
　　　　　2013 年 1 月第 1 次印刷
定　　价　186.00 元(上、下册)

版权所有　翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

私募股权(Private Equity,PE)可谓是近年来国际资本市场上最火热的概念之一。2008年共有48只投资亚洲市场(包括中国大陆地区)的私募股权基金成功募集资金581.25亿美元,比2007年全年募资额高出63.3%。统计显示,2008年私募股权投资机构在中国大陆地区共投资了128个案例,投资总额达88.97亿美元。在全球经济持续低迷的今天,亚洲私募股权市场,特别是保持高速、稳定发展的中国私募股权市场,对于全球资本正显示出越来越强大的吸引力。

所谓私募股权投资,是指对未上市企业的股权投资。企业通过私募股权融通的资金,可以用于开发新产品或新技术、增加营运资本、进行兼并收购,或增强企业的资产负债表等。广义的私募股权投资,包括对企业首次公开发行(IPO)之前各阶段的股权投资,包括风险投资、杠杆收购和上市前融资(PreIPO),甚至上市公司进行的非公开定向发行。狭义的私募股权投资,通常指上市前融资,即向发展已经比较成熟,准备在未来几年内进行IPO的企业的股权投资。一旦企业成功上市,度过特定锁定期后,投资者就可以通过在二级市场上出售股权获得回报。

私募股权基金是指由私人直接投资公司管理的,以策略投资者角色积极参与投资标的的经营和改造的基金。这种基金像风险投资那样,会投资未上市的新兴企业,期待靠投资标的的IPO大赚一笔。另外也会以那些陷入经营困境的上市公司为目标,它们会取得这类上市公司的主导权,然后通常会将之私有化(退市),放手改造后再重新上市大赚一笔。目前全球范围内最著名的私募股权基金包括两大类。一类是专业的私募股权投资机构,例如,KKR、黑石、凯雷、德州太平洋集团等;另一类是国际著名投资银行和金融机构下属的私募股权基金,例如,摩根士丹利、高盛、花旗银行和汇丰银行旗下的私募股权基金等。

在中国这样的新兴市场经济体中,中国企业相对于发达国家企业而言,具有更高的成长性,这自然引发了境外私募股权基金的浓厚兴趣。近年来境外私募股权基金投资中国企业的著名案例层出不穷,例如,新桥资本投资深发展、华平投资哈药集团、摩根士丹利投资蒙牛、高盛投资无锡尚德、黑石投资蓝星集团等。境外私募股权基金投资于中国企业,一方面,改善了中国企业的治理结构,充实了企业的资本金,从而或者加快了中国企业海外上市进程,或者促成了已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市中国企业的股价上涨；另一方面，也让基金赚得盘满钵溢。私募股权投资对投融资双方而言是双赢的结果。

中国资本市场从幼稚无序走向成熟稳重，积累了很多值得后人借鉴学习的成功经验和失败教训。获取这些经验和教训，将使得我们开阔视野，锤炼智慧。本书荟萃了私募基金最近几年来的经典案例，按照哈佛大学商学院的案例编写规范，对所有案例都按照企业介绍、事件回顾、各界观点几个方面展开。任何案例都是一个命题，都会有正反等各方面的解答。本书的最大特点，是把业内人士的或赞赏或批评的观点汇集在一起，把公司在不同发展阶段、不同历史时期所获得的各种正反面评论汇集在一起，同时，本书对案例进行独到的分析与评价，以此激发读者能够从不同的视角审视问题、分析问题。

在案例整理收集过程中，以下人员做了相关分工：周青负责 ICBC，ITAT，百度，PPG，金蝶，李宁，腾讯，携程，雅巴案，雅虎等案例；夏艳玲负责红宝丽，汇源，科大讯飞，联想，云海金属，同洲电子等案例；龚利负责 EOP，好孩子，劲霸电池，蒙牛，新世界，伊利，永乐，中国玻璃等案例。周可在组织协调方面做出了一定的贡献，张东在案例分析上提出了一些建设性意见。由于案例集数量庞大，在文字与引用索引方面难免会有所缺漏，欢迎批评指正。

本书作为第一本私募基金案例大全，期望它能够在创业板开张之际，能够为私募基金与中小企业冲刺上市提供战略与战术指导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第一章 “山水水泥”:私募助其成功上市 …………………… (1)
第二章 “太保”借助凯雷成功上市 …………………… (10)
第三章 3i 集团和普凯基金成功退出“小肥羊” …………………… (24)
第四章 7 天:中国经济连锁酒店 …………………… (34)
第五章 EOP:美国最大房产上市公司 …………………… (48)
第六章 Facebook 交友网站 …………………… (57)
第七章 中国工商银行 …………………… (68)
第八章 ITAT 与风险投资:神话还是败笔 …………………… (78)
第九章 TPG 入股云南红 …………………… (92)
第十章 安费诺 …………………… (108)
第十一章 百度 …………………… (122)
第十二章 批批吉服饰:风口浪尖 …………………… (139)
第十三章 如家快捷酒店 …………………… (150)
第十四章 优酷视频网站:风投助其度寒冬 …………………… (169)
第十五章 富基融通 …………………… (185)
第十六章 好孩子集团 …………………… (196)
第十七章 红宝丽 …………………… (201)
第十八章 宏华:私募基金打开油气宝藏的金钥匙 …………………… (212)
第十九章 弘毅投资助推先声药业 …………………… (226)
第二十章 大唐电信 …………………… (236)
第二十一章 华新水泥 …………………… (247)
第二十二章 华源 …………………… (257)
第二十三章 汇源上市前的三次私募 …………………… (264)
第二十四章 金蝶国际:借助私募基金迅速崛起 …………………… (275)
第二十五章 劲霸电池 …………………… (289)
第二十六章 科大讯飞:风险资本陪伴下成长 …………………… (294)
第二十七章 新东方:老虎环球基金 …………………… (304)
第二十八章 李宁：从私募融资到点燃奥运主火炬 …………………… (315)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十九章　联想:利用私募上演蛇吞象 …………………………（331）
第 三 十 章　迈瑞公司:借助私募迅猛发展 ……………………（346）
第三十一章　蒙牛 ……………………………………………（355）
第三十二章　南孚电池:一着不慎 ……………………………（366）
第三十三章　千橡互动:软银豪赌中国互联网 ………………（378）
第三十四章　投资盛大:软银三年收益 1400% ………………（390）
第三十五章　赛维 LDK ………………………………………（407）
第三十六章　中海油:上市前的私募 …………………………（415）
第三十七章　双汇 ……………………………………………（430）
第三十八章　分众传媒:私募助推下的离奇发展 ……………（440）
第三十九章　腾讯 QQ …………………………………………（458）
第 四 十 章　天合光能 …………………………………………（474）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 “山水水泥”：私募助其成功上市

一、案例介绍

（一）山水集团简介

山东山水水泥集团有限公司（简称山水集团）是以水泥为主导的大型企业集团，也是国家重点支持的12户全国性重点水泥企业之一。2008年7月4日山水集团在香港上市，成为中国水泥行业第一支红筹股。目前，下属企业主要集中在山东和辽宁，是山东省和辽宁省最大、全国第二大水泥生产商。2010年，熟料产能将达到5000万吨，水泥产能将达到8000万吨。山水集团系由国企改制而形成，目前的体制是职工法人控股、摩根士丹利等外资参股。

山水集团努力建设资源节约型、环境友好型企业，余热发电、高压变频等一批先进节能减排技术得到广泛应用，实现了经济效益、环境效益和社会效益“三统一”，各项工艺技术指标居于国内领先、国际先进水平。最近几年，山水集团创新管理模式、规范管理流程，现已全部实现生产控制自动化、生产过程数字化、产供销智能化、信息数据网络化和计算机永续盘存，成为全国运行质量最好的水泥企业之一。山水集团下属企业均通过国家质量体系、环保体系、计量体系和职业健康安全管理体系认证，“山水东岳”牌系列水泥被评为山东省著名商标、国家免检产品。企业被授予全国建材系统先进集体、全国五一劳动奖状、全国先进基层党组织、全国模范职工之家、全国企业管理现代化创新成果一等奖等荣誉称号。2008年12月，“山水水泥”获得由亚洲最有影响力的财经杂志之一的《亚洲金融》评出的年度最佳中型股股票交易奖。

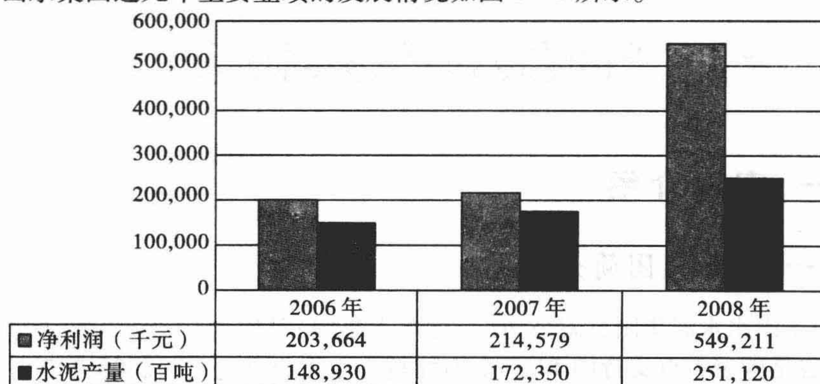
2008年，山水水泥营业收入同比大幅上升81%至75.01亿元人民币；毛利同比上升105%至15.86亿元，运营所得利润同比上升137%至10.25亿元。公司净利润增长了154%至5.49亿元，每股基本盈利为0.23元，平均股本回报率为15.2%。截至2008年12月，山东水泥集团公司在山东省设有15条熟料生产线和55条水泥生产线；在辽宁省拥有4条熟料生产线和23条水泥生产线。作为山东和辽宁两省最大的水泥企业集团，山水集团在这两个市场上的绝对市场领导地位，为本集团带来产品定价和吸引大型客户方面的优势，并作为国家



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点支持的十二家大型水泥企业之一，透过在山东和辽宁两省的积极收购活动，对市场进行整合，实现快速增长并巩固对市场的控制。

山水集团近几年主要业绩的发展情况如图 1－1 所示。



	2006 年	2007 年	2008 年
净利润（千元）	203,664	214,579	549,211
水泥产量（百吨）	148,930	172,350	251,120

图 1－1　山水集团近几年主要业绩发展情况

（二）公司发展历程

第一阶段，由国有制转为职工持股的民营企业。山东山水水泥集团的前身济南山水集团原是一家国有独资公司，1997 年由济南市建材局整建制改制而成。自 2001 年起，山水集团组建了由管理层和职工集资成立的济南创新投资管理有限公司（简称创新投资），此后，济南以外投资、收购的水泥厂，都是通过创新投资来进行的。

本书点评

谁为创新投资提供的资金？职工占多少比例？管理层的钱从哪里来？或者有境内外机构提供过贷款？

至 2004 年，山水集团通过创新投资的分红以及集资，管理层及职工又设立了两家公司——立新投资及建新投资，由这两家公司出面收购了山水集团的其余国有主业资产。然后，创新、立新和建新三家公司通过资产重组，设立了新的山水集团——山东山水水泥集团有限公司，使集团公司由国有制转为职工持股的民营企业。

本书点评

2001 年到 2004 年，这四年的利润就足够收购一个集团的优质资产，估计没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有什么行业再能比它能赚钱了。

第二阶段，与摩根士丹利合作。改制后的山水集团随即与摩根士丹利签署了第一份股权转让协议。2004 年 10 月 20 日，双方在济南签署了框架协议。当时的计划是，摩根士丹利投资 5000 万美元，购买济南山水集团全部水泥资产部分的 30% 。靡根士丹利将协助合资公司在 2005 年实现境外上市。

2005 年 8 月，最早商定的价值 5000 万美元的股权转让最终得以落实。投资者的队伍中，除摩根士丹利外，还增加了鼎辉中国基金管理有限公司以及世界银行集团的国际金融公司。三方联合出资收购山东水泥集团有限公司 42% 的股份，而并非先前媒体报道的 30%，与此相伴的是一个总价值 13.86 亿元人民币的战略投资计划，其中包括来自国际金融公司约 5000 万美元贷款。摩根士丹利、鼎辉中国基金管理公司、国际金融公司计划与新山水出资 5.3 亿人民币及 4.56 亿人民币，分别决定在平阴山水及安丘山水公司兴建水泥余热发电项目。目前，低温余热发电技术已列为国家重点推广项目。该技术在大幅降低生产成本、节约能源、保护环境的同时，还将对水泥产业发展循环经济起到积极的示范作用。

2005 年 11 月 30 日，摩根士丹利、鼎辉投资以及国际金融公司的投资正式到位。

摩根对于投资山水集团也开出许多限制条件，其中的条件之一就是，摩根要求山水集团连续三年的利润保持在 1.6 亿元以上，这是注资的最关键条件。据悉，山水集团 2008 年的利润为 1.9 亿元。

本书点评

水泥行业是最没有成长性的行业，它的利润就靠规模和垄断，由于高昂的运输成本，所以区域外的水泥企业不可能进入山东参与产品竞争，所以山水的规模越大，则垄断性越高，利润也就越多。摩根对山水集团提出的盈利目标本质上就是收购目标。

第三阶段，成功在香港上市。2008 年 7 月 3 日，山水水泥全球发售结果显示，公开发售仅获 1.2 倍超额认购，发行价定于 2.8 港元，靠近招股价范围（2.7 ~ 3.65 港元）的下限，国际配售也仅获适量超购，山水水泥于 7 月 4 日挂牌。保荐人为摩根士丹利、瑞信及建银国际。

按照招股说明书显示，山水水泥计划发行 6.5 亿股，集资最多 23.76 亿港元。而按目前的招股价计算，山水水泥集资净额只有 16.839 亿港元，比其最高融资预期低了近 7 亿港元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方观点汇集

(一)《经济观察报》(2005 年 8 月):大摩看上水泥

早在 2003 年,济南山水集团就开始与摩根士丹利接触商谈合资合作。之所以摩根士丹利能与济南山水集团合作,还是看重了公司的实力。山水集团是以水泥为主导产业的大型企业集团,属全国建材系统 9 大重点企业集团之一。旗下 17 个水泥企业年生产能力可达 2000 万吨,位居全国第二位。2004 年,该集团销售收入达到 30 亿元人民币。据说,山水集团将是摩根士丹利在水泥行业第一个合资企业,同时也将是最后一个合作伙伴。

按照摩根士丹利的投资原则,一个企业是否具有赢利性和成长性,是两大关键要素。高速的增长正是济南山水集团得以牵手摩根士丹利、今后的资本扩张乃至香港上市的基础。2005 年上半年,山水集团生产水泥 858 万吨,销售收入达到 19 亿元人民币,同比增长 34%。摩根士丹利正是因为山水集团能够在逆市中大幅上扬,才最终作出了投资决定。

而反观整个水泥行业,2005 年上半年从整体上来看,企业经营业绩普遍遭遇"寒流"。截至 2005 年 8 月 18 日,20 家水泥类上市公司中已有 10 家公司公布了 2005 年半年报。从已公布半年报 10 家上市公司的数据分析表明:10 家上市公司利润总额合计为 2877 万元,比去年同期减少 32246 万元,下降幅度达 91.81%,净利润合计为净亏损 685.69 万元。

"此次与摩根士丹利合作将进一步化解规模、融资和电力供应几大难题。"陈学师告诉记者,"投资近 10 亿的平阴、安丘两个水泥余热发电项目,不仅可以摆脱电力短缺之虞,每年还可节省电费 1 个亿。而上市融资也将为实现产业升级、规模扩张提供足够的资金支持。"

(二)《21 世纪经济报道》(2005 年 9 月):大摩入股山水水泥集团背后:国企改制路径抉择

但问题还是来了。本报记者在采访中了解到,山东山水水泥集团正在经历一场民营化引起的风波。

事实上,济南山水集团原是一家国有独资公司,1997 年由济南市建材局整建制改制而成,现在共下辖 17 个水泥企业,年生产能力达 2000 万吨,居全国第二位,2004 年的销售收入为 28 亿元。

然而,在"济南香港经贸项目推介会"上,山水集团却被描述为"山东水泥集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团”。这个山东水泥集团与山水集团之间又是什么关系呢？据记者了解，此“山东水泥集团”实际上指的就是其内部人所说的“新山水。”

在山水集团改制过程中，曾出现过三家“新”系公司——创新投资、立新投资及建新投资的身影，这三家均为山水管理层及职工成立的公司。

据上述人士介绍，山水集团民营化的第一步，是在2001年由管理层和职工集资成立了济南创新投资管理有限公司。创新投资公司成立后，先是成功收购长清一家水泥厂，并在此基础上建成山水世纪创新水泥有限公司。山水的意图是，把创新投资整合做大，使之具有庞大的资本运作能力，然后最终实现山水的产权改革计划。其具体路径为，山水集团2001年之后在济南以外投资、收购的水泥厂，虽然都是打着集团的旗号，但都是通过创新投资来进行的。

到了2004年，山水集团开始准备整体转轨民营。通过创新投资的分红以及集资，管理层及职工又设立了两家公司——立新投资及建新投资，由这两家公司出面收购了山水集团的其余国有主业资产（主要是集团核心企业山东水泥厂），创新、立新和建新三家公司的资产进行重组后设立了新的山水集团——山东山水水泥集团有限公司。

本书点评

为什么要设立三个投资公司？精彩在后面。

据介绍，创新、立新及建新三家公司就是为山水改制而出现的，是过渡时期的产物，现已完成其“历史使命”。

有消息显示，创新投资注册资金2800万元，其中张才奎持有11%的股份，其他几位高管分别持有7%、8%左右的股权，其余股权由职工分散持有。另有信息表明，在新山水集团中，山水集团的管理层9名成员股份占资产总额的40%，张才奎个人占7%。

本书点评

有人吃肉，有人喝汤，这就是让一部分人先富起来。

济南的一位李姓律师分析说，《公司法》对国有独资公司规定得非常明确，其董事长、副董事长、董事、经理“未经国家授权投资的机构或者国家授权的部



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



门同意,不得兼任其他有限责任公司、股份有限公司或其他经营组织的负责人。”创新投资的成立显然与此相悖。

山东省一位从事企业改制咨询的资深人士则认为,山水高管和内部职工成立同样做水泥业务的创新投资,违背了《公司法》中关于避免“同业竞争”的规定,两个公司混在一起,一家是国家投资为主,一家是个人投资为主,很难避免通过“内部寻租”转移利润的情况。

而另一方面,山水集团不少职工也对企业改制的过程感到困惑。

据知情人士透露,《济南山水集团有限公司整体改制方案》和《济南山水集团有限公司整体改制人员安置方案》是向济南市深化国有工业企业改革领导小组和济南市劳动和社会保障局提出请示的,政府部门则同意并批准了这两个方案。

《整体改制方案》显示,山水集团的国有资产总值为28.7亿元,从净资产中提留了25672.2万元的职工安置费用,最后公司转让价款为22457.36万元。

但部分在改制后离职的职工对公布的经济补偿金标准(工作一年按月平均工资820元计算)提出异议,2004年6月20日山水集团拿出了一个《问题答复》,称经过严格测算,2004年山水集团月平均工资为1161.51元,以此为标准进行补偿。

但在对比政府批准的《人员安置方案》后,职工们仍然充满疑问。该方案显示,山水企业在职人员3540人,在转换身份时提留的经济补偿金14339.39万元。按在职人员平均工龄20年计算,月均经济补偿金为2025.34元,即使按平均工龄30年计算,月均经济补偿金1350.23元,不但高于原来公布的820元而且也高于后来给职工答复的1161.51元。

本书点评

这就是老掉牙的MBO故事:政府为“产权改革”埋单。把职工推向社会,利润留给股东。

对于上述说法,山东山水水泥集团总经理助理陈学师表示,自己已听说过,但没有必要理会。

有专家分析说,众多的内部纠纷以及为赢利目标的约定,都可能为摩根年底注资山水集团带来变数。

(三)《中国投资》(2006年3月):在资本市场套利是投资目的

摩根士丹利曾经在中国塑造了“蒙牛”的套利神话。当初蒙牛上市以后,摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根士丹利、鼎辉和英联等三家机构投资者在一年之内迅速抛售了持有的蒙牛股份,套现20多亿港元。

此次投资山水水泥,专家们认为:摩根士丹利的意图恐怕是要让“蒙牛”的成长神话在水泥行业重演。通过蒙牛案例可以看出,摩根士丹利对国内民企的“战略投资”、“战略合作”,主要思路就是:选择一家产权关系简单的民企,对其进行改制,建立一套适合海外上市的体系,并制定出游戏规则,其中兼顾摩根士丹利自身和企业管理层的利益,然后海外上市,摩根士丹利完成任务,退出套现。

“根据计划,山水水泥将在2007年实现香港主板上市”,2005年8月30日,山东山水水泥集团总经理助理陈学师透露。届时摩根士丹利将是主要的包销商,普华永道负责财务审计。

2007年山水水泥上市以后,摩根士丹利可能同样会在短期内套现。至于山水水泥在得到投资以后如何在水泥行业“攻城略地”,摩根士丹利其实并不怎么关心。摩根士丹利的兴趣焦点,其实在于山水水泥如何在资本市场上带来投资回报。摩根士丹利始终属于一名“财务投资者”,一切投资以赢利为目的。不断地塑造出一个又一个“蒙牛”一样的“成长神话”,才能让自己保持在华尔街的声誉。

作为一家经验老到的国际投行,摩根士丹利看好的是成长性好、回报率高的行业和企业。摩根士丹利目前在中国投资的基本标准是,公司已开始盈利,并且有一个知名的品牌。例如,摩根士丹利以往在中国投资的平安保险公司、福建南孚电池、恒安国际集团,都属于此类公司之列。而国内企业往往愿意利用国际大投行的介入进行自我包装,因此,摩根士丹利们比国内投行更容易获得这类生意。

(四)《华夏时报》(2008年7月):融资助其资产重整

山水集团目前是国内第二大水泥生产企业,也是国家重点支持的12户全国性大型水泥企业之一。自2004年起,针对全国水泥行业投资过热的现象,国家采取了严格的宏观调控政策,大批准备不足的企业资金链断裂。

山水集团进军资本市场,打通融资渠道。2007年刚刚收购了烟台两家水泥企业。原设计能力为135万吨的蓬莱康达水泥厂两个月内就达到了盈亏平衡。另一家水泥企业被山水集团注入先进的管理和技术后,当年预计将赢利4500万元,成为山水集团一个比较大的赢利企业。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评

稍微有点儿常识的人细想一下，一个企业的技术改造从计划、设计、论证到施工完成，两个月够吗？吹牛也要有个草稿嘛。什么先进的管理，什么先进的技术，无非就是主业、辅业分离。国企的改革出不了这些思维套路，把那些不赚钱的辅业推给社会。

山东水泥产量虽大，但落后的水泥生产能力占到60%。山东省财政为此安排专项资金，鼓励大企业并购落后的小企业。在此背景下，山水集团并购整合已经横跨该省十几个地区，累计淘汰落后生产能力350万吨。近年来，山水集团已形成以济南、淄博、潍坊、烟台为熟料基地，配套水泥粉磨企业遍布省内十几个地市的产业格局。此外，山水集团还于2007年首次走出山东，重组了辽宁省最大的水泥企业——工源水泥集团，为其进入东北市场打开了通道。

"山水集团加快上市步伐，一方面是迫于资金压力，另一方面也是为远期的产业整合做铺垫。"一位接近山水集团的人士对记者表示，"可用于并购与发展的资金不足"，是目前我国大型水泥集团重组中较为普遍的一个问题，而山水水泥此次登陆港交所，所募集的资金相当一部分就是用于扩充其在辽宁的生产线，这将解决其在并购重组中面临的资金瓶颈。

实际上，山水集团上市谋划已久，早在2005年便已和摩根士丹利、私人股本基金鼎辉、世界银行旗下的国际金融公司(IFC)等外资组建为合资企业。据介绍，此前IFC与山水集团签署协议，向该公司提供5000万美元的贷款，用于协助山水集团进行债务重组并帮助其采用节能技术。

"公司在港上市募集资金，不仅解决资金问题，其远期目标是在'十一五'期间实现由区域性集团向全国性集团的跨越。"张才奎对记者表示。

山水集团的官方网站显示，山水集团计划在"十一五"期间，做大做强水泥主导产业，预计到2010年水泥总产量达到5000万吨以上，实现销售收入200亿元。

"山水集团登陆港股，正是近几年水泥巨头争相搭建资本平台的一个缩影。"业内人士认为，未来几年，挟资本市场之力，水泥行业将进入大重组的关键时期。

作为国家重点调控的行业之一，水泥行业一直面临着行业集中度过低的诟病。"因此，国家把提高产业集中度作为水泥行业'十一五'结构调整的重点，并购重组成为行业的趋势。"山东省建材工业办公室主任王福江表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种背景下，水泥行业自2007年便迎来了一场重组风暴。以山东为例，在2007年年初公布的国家重点支持的60强水泥企业中，即有山水集团、山东金鲁城水泥、山东沂州水泥、山东烟台东源水泥和山东泰山水泥5家企业。但到了2007年末，山东金鲁城水泥和山东泰山水泥已被中联水泥收入囊中，山水集团则拿下了烟台东源水泥。

"通过整合重组提高产业集中度仍是今年水泥产业的主题。"中国水泥协会会长雷前治不久前也强调，整合重组提高产业集中度是"十一五"结构调整的重点。对此，业内人士分析认为，伴随着中国建材、近阶段上市的中材股份、亚洲水泥，以及即将上市的山水水泥逐步完成区域产业整合，水泥行业的深度重组将随之到来。

据了解，2007年山东规模以上水泥企业404家，共生产水泥1.63亿吨，与2006年基本持平，其中立窑水泥占了60%，今后这些落后工艺将陆续淘汰。

这对于山水集团来说无疑是个机会。"现在山水集团在山东市场的份额还不到20%，但随着公司成功赴港上市获得资金，加之国家大力扶持大型水泥企业的有利政策，公司具有很大成长空间。"接近山水集团的人士说。

本书点评

这种MBO漏洞百出，没什么技术含量。内部利益的分配很到位，平稳过渡没出乱子。这才是关键所在。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章 "太保"借助凯雷成功上市

一、案情介绍

(一)太保集团介绍

中国太平洋保险(集团)股份有限公司,是在1991年5月13日成立的中国太平洋保险公司的基础上,组建而成的保险集团公司,总部设在上海,注册资本77亿元。

公司投资设立中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司、太平洋资产管理公司和中国太平洋(香港)有限公司等海外机构,还投资了太平洋安泰人寿保险公司。2007年度,公司保费收入742.36亿元,较上年增长32.5%,其中人寿保险业务保费收入为506.86亿元,较上年增长34%,根据保监会公布的数据,在中国人寿保险行业排名第三,市场占有率达到10.2%。2007年度,财产保险业务保费收入为234.74亿元(不含太保香港子公司),较上年增长29.4%,根据保监会公布的数据,在中国财产保险行业排名第二,市场占有率达到11.2%。2007年度,公司归属于母公司的净利润为68.93亿元,较上年增长583.8%。2009年第一季度,中国太平洋保险(集团)股份有限公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司的累计原保险保费收入,分别为人民币131亿元,63亿元。

中国太保2008年实现净利润(归属于母公司股东)13.39亿元,总资产达到3193.9亿元,股东权益达到487.4亿元。保险业务收入940.16亿元,较2007年增长26.6%。基本每股收益为0.17元。

目前,公司拥有约185000名寿险营销员,约18400名从事人寿及财产保险产品销售和市场营销活动的员工,各级分支机构及营销服务部5000余个,拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较完善的销售和服务网络，为各地的个人和公司客户提供包括人身险和财产险在内的全方位风险保障解决方案、投资理财和资产管理服务。

经过十几年的发展，太平洋保险已成为中国最著名的综合性保险服务商之一。

面向未来，太平洋保险公司确立了建设面向国际的保险、金融服务集团的战略目标，向“资本充足、内控严密、运营安全、服务和效益良好”的现代金融企业迈进。

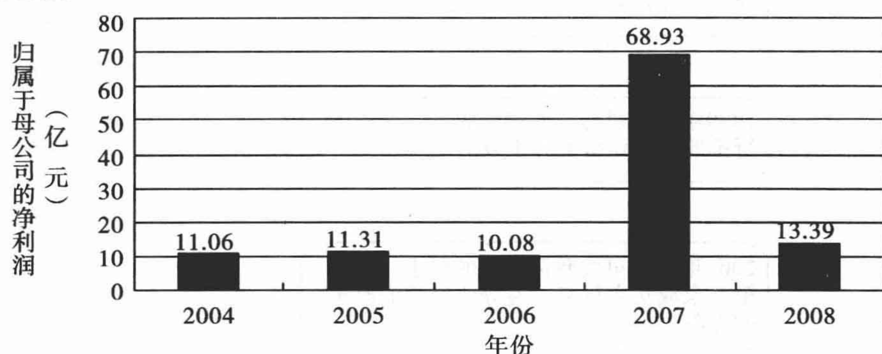


图 2－1　中国太保归属于母公司的净利润变化情况

（二）太保集团发展沿革

第一阶段，公司发展稳健，注册资本增加至 24.52 亿元。太保集团的前身中国太平洋保险公司成立于 1991 年 5 月 13 日，是经中国人民银行批准设立的全国性股份制商业保险公司，注册资本为 10 亿元，1995 年增资后为 20.06亿元。依托上海这一金融大都市的地理优势，中国太保市场占有率稳居行业前列。

2001 年，根据国务院和保监会分业经营机构体制改革的批复，原中国太平洋保险公司按照《公司法》进行规范，并更名为中国太平洋保险（集团）股份有限公司。同时，太保集团发起设立太保寿险和太保产险，注册资本均为 10 亿元。2002 年底，太保集团进行增资扩股，注册资本变更为 43 亿元。2003 年，太保集团对太保产险增资，太保产险的注册资本增至 24.52 亿元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

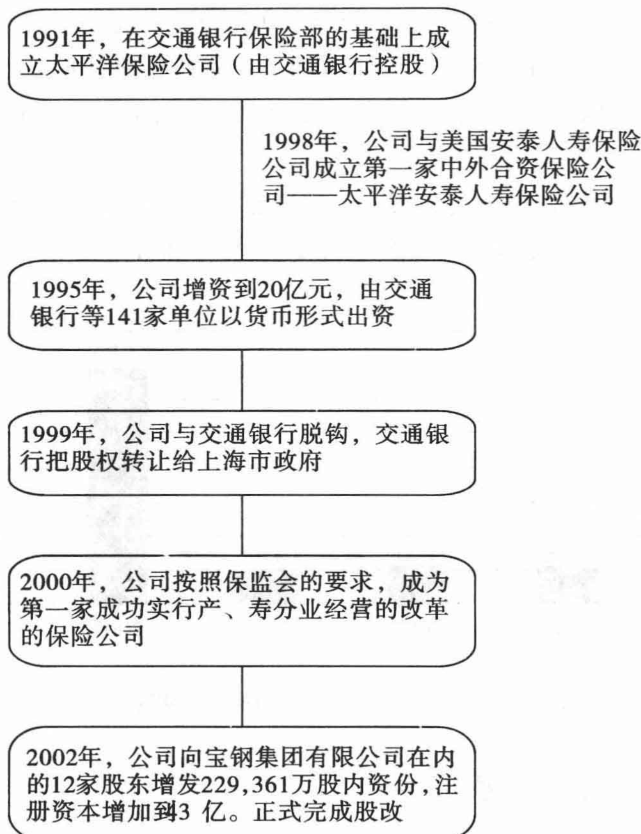


图 2－2　引入凯雷投资前太保集团股权演变图

第二阶段，太保集团引入凯雷投资。太保集团接触过荷兰国际集团、澳大利亚安宝集团等有着保险业背景的境外投资者，但因为包括股权及其他方面的原因而先后告吹。凯雷集团正是在 2003 年，因为交易顾问高盛方面的撮合，和太平洋保险集团开始了长达两年的“恋爱”。

事实上，和凯雷集团相遇时的太平洋保险集团，刚刚经历 2002 年的增资扩股，募集资金总额达 57.34 亿元，资金对于太平洋保险集团并不是问题。然而，寿险业务因为此前定下了引入外资股东的既定方针，母公司太平洋保险集团并未为其补充资本金。然而，在 2004 年举行的“全国寿险公司偿付能力监管研讨会”上，保监会却给包括太平洋人寿在内的三家寿险公司打出了“偿付能力不足”的红灯，适时补充资本金问题一下子再次引起关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前，太平洋保险集团和凯雷集团谈判的关键分歧在于，凯雷集团希望直接参股，而不希望看到太平洋保险集团上市后通过注入资金的方式稀释凯雷集团在太平洋人寿里的股权比例。保监会的红灯无疑加速了太平洋保险集团向凯雷集团的妥协，而对于凯雷集团这样的私募基金来说，只要能够入股太平洋人寿，只要可以加速太平洋保险集团上市步伐，获利并不遥远。

2005 年 10 月 18 日，太保寿险 2005 年第一次临时股东大会审议通过了《关于中国太平洋人寿保险股份有限公司增资扩股并引进凯雷集团等外资参股经营的议案》。2005 年 12 月，太保集团与境外投资者共同认购太保寿险增发的 9.98 亿股，其中太保集团认购 4.99 亿股，凯雷旗下管理的基金所控制的投资实体 Parallel Investors Holdings Limited 及 Carlyle Holdings Mauritius Limited 以投资额约 33 亿认购 4.99 亿股。增资完成后，境外投资者持有太保寿险 24.975% 的股份。因价格低廉一度引发太保被贱卖的争议。

按照双方协议，凯雷投资集团购买的太保人寿 24.975% 股权将有较长的锁定期；同时，当凯雷计划退出时，将会把持有的太保人寿 24.975% 股权全部转让给美国保德信金融集团。美国保德信金融集团是凯雷的合伙人。待中国保险业对外开放，政策进一步放宽时，凯雷和保德信将有权将股份增至 49%。此次 4.1 亿美元认购款须一次性支付。同时凯雷投资也不再坚持太平洋人寿必须分拆上市。

这是一笔双赢的买卖。从 2000 年将产险和寿险业务分家开始，太保集团为大力发展的寿险业务寻觅了 5 年的战略投资者，凯雷集团 33 亿元(4.1 亿美元)资金的注入让太保今后的发展之路更加平坦；而对于凯雷集团而言，入股太保人寿，不但使其有机会分享中国寿险市场蛋糕，也使其在未来太保集团上市道路上获益匪浅。

本书点评

凯雷的策略真是绝了，进可攻、退可守。“进”就是战略持股，分享中国工业化进程所带来的保险市场的繁荣，“退”就是在资本市场捞一票走人。万事俱备，只欠东风。双赢是事实，但是第三者就是埋单者了，这第三者是谁呢？就是在二级市场高价持有的股民和基民了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三阶段，太保集团通过增资方式完成“上翻”条款。2006 年 12 月 30 日，本公司召开第四届董事会 2006 年第六次临时会议，并于 2007 年 1 月 15 日，召开 2007 年第一次临时股东大会，审议通过了增资扩股的议案。本次增资的价格为根据境外投资者 2005 年投资入股太保寿险相关交易文件中规定的境外投资者届时将其股份置换为太保集团股份的对价计算方法确定，并适用于同次发行的其他投资者。

2007 年 4 月 16 日，保监会以保监发改[2007]428 号文批复同意公司向宝钢集团有限公司等老股东新增发行 1,066,700,000 股；向 Parallel Investors Holdings Limited 和 Carlyle Holdings Mauritius Limited 新增发行 1,333,300,000 股，合计新增股份 24 亿股。与此同时，境外投资者向太保集团转让其持有的 4.99亿股太保寿险的股份。本次增资的价格为每股 4.27 元，总认购股数为 2,400,000,000股，本次募集资金总额为 1,024,800 万元。

上述新增发行和股份转让完成后，太保集团的注册资本增加至 67 亿元。境外投资者不再持有太保寿险的股份，转而持有太保集团 19.90% 的股份。

本次增资的具体认购情况如下：

表 2-1　凯雷完成“上翻”条款时增资情况

序　号	认购对象名称	认购股份数(股)
1	Parallel Investors Holdings Limited	1,051,785,087
2	申能(集团)有限公司	676,235,705
3	宝钢集团有限公司	283,794,295
4	Carlyle Holdings Mauritius Limited	281,514,913
5	大连实德集团有限公司	106,670,000
	合　计	**2,400,000,000**

资料来源：太保集团招股说明书

2007 年 5 月 15 日，太保集团分别向太保寿险和太保产险增资，太保寿险和太保产险的注册资本分别增加至 23 亿元和 26.88 亿元。太保集团持有太保寿险 97.83% 的股份和太保产险 98.14% 的股份。随着太保新任董事长高国富上任，集团整体上市步伐加快。2007 年，将凯雷持有太保寿险的股权转换为集团股权，太保通过增发方式完成了这一“上翻”条款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上次交易"贱卖"争议的阴影下,此次"上翻"的对价计算方式显得非常微妙。知情人士透露,Carlyle Mauritius 实际缴纳新增出资额约人民币 12 亿元,其中近 7 亿元为以向太保集团转让太保寿险所得收入的再投资款,另一部分则是以现汇出资的约6500 多万美元;Parallel Investors 实付约人民币 45 亿元,其中约 26 亿元同样为收入再投资款,另一部分则是以现汇出资约 2.4 亿美元。

第四阶段,在 A 股市场成功上市。2007 年 12 月 18 日,中国太保成功发行 A 股 10 亿股,发行价格为 30 元/股,募集资金 300 亿元,于 12 月 25 日在 A 股市场成功上市。本次 A 股发行募集资金在扣除发行费用后,将全部用于充实资本金,以支持业务持续增长。

根据本公司股东大会的批准和授权,本公司拟尽快进行 H 股发行,并授予主承销商不超过该等新增发行总股数 15% 的超额配售选择权。受限于监管机构的批准,在 H 股发行完成时,境外投资者持有的 1,333,300,000 股股份将转换为 H 股股份。H 股发行须在 2008 年 9 月 14 日之前完成,否则须重新获得股东大会批准;倘若 H 股发行在 2008 年 9 月 14 日之前能够完成,则 H 股发行无须重新获得股东大会批准。

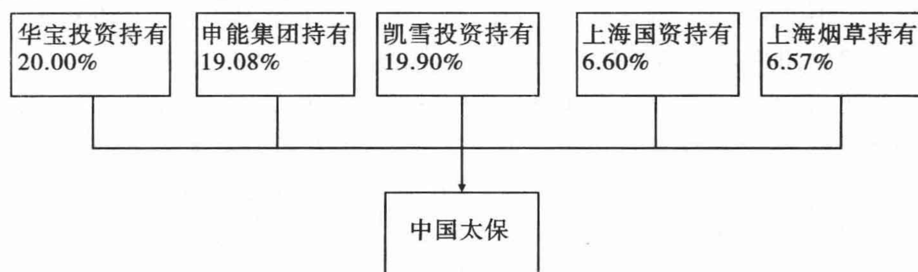


图 2-3 上市前主要股权架构

其中,华宝投资有限公司及其关联方合计持股 143,575 万股,占本公司总股本的比例约为 21.43%。Parallel Investors Holdings Limited 和 Carlyle Holdings Mauritius Limited 均为凯雷旗下管理的基金所控制的投资实体,合计持有 133,330 万股,占本公司总股本的比例为 19.90%。上海烟草(集团)公司及其关联方合计持有约 48,810 万股,占本公司总股本的比例为 7.29%。上海国有资产经营有限公司及其关联方合计持有约 47,696 万股,占本公司总股本的比例为 7.12%。

中国太保在 2007 年底 A 股上市时,计划在 2008 年 9 月 14 日前完成 H 股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上市。但由于太保A股股价一直低迷,未能达到“H股发行价不低于A股发行价”的承诺,导致H股上市夭折,而中国太保在季报中的表态也表明并未放弃H股上市。

二、各方评述汇集

(一)《国际金融报》(2005年12月):太保王国良:三年成就内地最大私募神话

太保牵手凯雷创造了两个“第一”:中国内地最大一笔私募投资、国内第一家同时引进财务和战略投资者的保险公司。

第二个“第一”同时又引出了凯雷之外的另一外方———美国保险商保德信公司。凯雷允诺,凯雷对太保人寿不仅仅是购买股权的投资行为,还将担负起参股后的管理工作。但由于凯雷本身只是一个投资机构,毫无人寿保险管理经验,因此,凯雷引进保德信参与对太保的管理。

此前保德信旗下的投资管理公司与光大银行已成立了一家合资基金公司,保德信在中国香港和台湾地区都已设立人寿保险公司,所以凯雷相信保德信能提供了解中国情况的管理人才。凯雷同时承诺,保德信将从凯雷手中获得太保的一定股份,即使将来凯雷脱手,保德信也优先作为外方股东持股。

据悉,在太保与凯雷的谈判中,双方在精算、销售、产品、信息技术等方面很快达成共识,将由保德信派出专业人才负责;但在投资和人事方面存在分歧。在太保集团,产险、寿险的资金都集中划到集团资金运用部门统一投资运作,而曾担任交通银行财务和资金运作负责人的王国良,在这方面经验丰富,业绩骄人。用人方面,在太保集团则由集团党委决定产、寿险公司管理干部的安排。而凯雷方面坚持人事权力和投资决策都应该由合资寿险公司自己掌握。

双方最后达成共识,成立一个由中外方代表共同组成的管委会,向以王国良为董事长的太保人寿董事会负责,凯雷对这个管委会有提名权。据悉,管委会将决定各下属部门的人员聘用和寿险资金的投资运用。

据悉,凯雷参股太保人寿获批后的事宜将分三步走:凯雷注入资金;外方高管人员到位;同时进行太平洋寿险现有管理人员的调整。王国良向记者坦言,在前两步实施后,注资后的太保人寿将实行“一次令某些人痛苦的改革”。据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悉,凯雷进入后,太保人寿会从四大方面进行全面改革:组织构架、运营模式、用人用工、分配机制等。对于太保而言,改革的背后,是其提高盈利能力的提速器。

(二)《东方智慧》(2007 年 12 月):太保上市前夜看 PE 信托

在世人眼里,能在太保 Pre－IPO 前挤入它的股东行列,那实在是一件天下最美妙的事情了。此前低价认购,此次 IPO 发行价便已经高达 30 元,有分析师预测 25 日上市后其价位将高达 50 元,如此光明的"钱"途在招手,但却有人在哭泣——部分自然人通过信托资金持有的法人股被"规范"。这的确太残忍了。看来,无论是做二级市场,还是做 PE,都要及时把握住政策风向,遇到困难懂得绕道走,这样,才能在和谐中致富。

本书点评

让大部队先撤,小部队掩护。其实,这些境外私募水平多高,不敢恭维,他们只不过是赚制度的钱,说得文明一点,吃的是政策红利。还是外来的和尚好念经:起跑线就不公平。

一、国内 PE 信托知多少

2007 年 3 月,银监会出台新的信托公司管理办法和集合资金信托管理办法,对信托公司的功能进行了重新定位,并从制度上引导信托公司的业务重点向投资类产品转型,此后信托 PE 快车飞速启动。短短几个月募集的资金额甚至超过了不少本土 PE 经理们 10 年打拼积累的成果。仅在 2007 年 4 月～10 月期间,各信托公司已经推出的 PE 信托包括:湖南信托、中信信托在 4 月分别发行了首期信托 PE 产品,分别募资 7 千万和 4 亿元,同时湖南信托还在不断推出产品,截至 8 月已经发行了 3 期;深国投在 7 月份,和深港产学研创业投资有限公司联合推出了"深国投·铸金资本一号股权投资集合资金信托计划"(封闭期 6 年),9 月初,深国投又和深圳市创新投资集团有限公司联合推出"深国投·创新资本一号股权投资集合资金信托计划"(封闭期 6 年)。此外,还有 10 家左右的信托公司正积极发行相似产品或筹备信托 PE 产品。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、尴尬的身份问题

借助信托获得阳光化身份的PE们，在9月份突然遭受到一场利空的打击：2007年9月10日《证券时报》的这一篇文章揭示了利空的悄然来临，《借壳持股获批难 信托PE中途“换票”》中称：“深国投PE产品推广人士透露，来自证监会的信息显示，证监会对信托公司作为企业上市发起人股东并不支持。原因在于，目前信托业缺乏有效登记等制度，证监会担心信托公司作为发起人股东无法确认其代持关系。要规避这一政策风险，需要中途‘换票’。这实际上是所有信托PE都要面对的问题，深国投人士介绍，目前的解决办法是成立有限合伙人公司，将来以合伙人公司的身份入股投资企业，而不再用信托公司的名义。湖南信托推出的PE产品，则采取了把入股名义转予投资顾问，并由投资顾问行使股东权利的办法，以绕开政策障碍”。

三、太保的规范方式

太保事例从另一侧面暴露了PE信托这个政策风险的杀伤力。太保招股说明书（申报稿）表示：“根据保监会2004年《保险公司管理规定》，企业法人或者法律、行政法规许可的其他组织可以向保险公司投资入股，自然人不具备投资入股保险公司的资格。据此，华宝信托、北京国际信托和上海国际信托对其信托持股进行了规范”。太保的招股说明书显示，上述三家信托公司已经完成将所持股份转让或者转为自有资金持股。2007年12月20日《第一财经日报》在《太平洋保险A股将上市 信托持股被“规范”引发争议》中称：“在发行前夕被规范，这些自然人持股的转让价格，比太保的发行价30元低了很多。2007年11月，华宝信托将700万股太保股份转让给华宝投资，价格为4.27元/股，不过，华宝信托和华宝投资同为宝钢系公司，为一致行动人。上海国际信托将这些太保股份分6笔出售给不同的企业法人，价格从4.3元/股~28元/股不等。北京国际信托出售的200万股信托持股转让价格为9.80元/股”。

本书点评

中国太保在2008年12月25号的最低价是10.02元，这意味着有相当的机构投资者眼巴巴地看着自己被套牢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前，困扰国内 PE 机构发展的一个最大原因就是合法资金渠道无法解决，而信托计划募集资金恰好解决了这一困难，两者间的合作堪称是天作之合。所以，我们可以乐观地相信：眼前的困难好似一朵镶着银边的乌云，表面看来是乌云，其实后面有太阳罩着呢。

（三）《证券时报》(2007 年 12 月)：太平洋保险上市 凯雷账面净赚 620 亿

没有任何一家企业比凯雷今年的圣诞节更喜庆了——12 月 25 日，随着中国太平洋保险集团正式登陆 A 股，这家著名的国际私募股权投资者两年前投入的 40 多亿元财富迅速放大至 660 多亿元，净利润高达 620 多亿元。如此高的回报，怪不得同行将其评价为"不可复制的神奇"。

两年收益率超 10 倍：

昨日，中国太保在上市首日的基础上再涨 3.65%，至每股 49.93 元。按凯雷旗下两基金合计持有的中国太保 133330 万股计算，凯雷持有中国太保的市值达 665.72 亿元。

中国太保招股说明书显示，2005 年 12 月，中国太保与凯雷共同认购太保寿险增发的 9.98 亿股，其中中国太保认购 4.99 亿股，凯雷认购 4.99 亿股。增资完成后，凯雷持有太保寿险 24.975% 的股份。当时中国太保披露的信息是，凯雷认购 4.99 亿太保寿险，出资额为 4.1 亿美元(按当时汇率计约 33 亿人民币)。

今年 4 月 16 日，保监会批复同意中国太保向凯雷新增发行 133330 万股，增资的价格为每股 4.27 元。与此同时，凯雷向中国太保转让其持有的 4.99 亿股太保寿险的股份。新增发行和股份转让完成后，凯雷不再持有太保寿险的股份，转而持有太保集团 19.90% 的股份。

对凯雷此次认购中国太保，因为涉及转让当初 33 亿元的太保人寿股权，中国太保并没有公开披露凯雷是否追加投资。因为按 133330 万股、每股 4.27 元的价格，可以计算出凯雷在中国太保的投资额应为 56.93 亿元。

"凯雷是有追加，但追加的具体金额没必要披露，因为对投资者投资决策意义不大。"昨日，中国太保投资者关系部一位负责人在电话里如此答复。

市场人士根据中国太保目前市值及凯雷方面所持股份比例来估算，得出的结论是凯雷方面要追加约 10 亿元。具体方法为：凯雷 33 亿元认购太保寿险 24.975% 的股份，即当时对太保寿险的估值为 132 亿元；根据中国太保在入股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



太保产险的价格计算，中国太保当时的整体估值约为217亿元。凯雷方面持股中国太保集团19.9%，当时的支付价应为43亿元，减去33亿元就是10亿元。

如此，如果按照2007年4月16日凯雷在中国太保56.93亿元的投资额计算，凯雷在不到一年的时间获得了11.69倍的收益率。如果按照市场人士以当初投资太保人寿计算，凯雷在中国太保上的投资，两年多时间收益率更是高达15倍之多。

不可复制的神奇。

根据中国太保招股说明书披露，该公司不久将发行H股，规模为不超过9亿股，预计H股发行价格将不低于此次A股的发行价格。H股发行完成后，境外投资者所持有的A股股份将在获得监管部门批准后转换为H股。这也意味着，凯雷在中国太保的投资收益有望进一步扩大。

"不可复制，非常神奇！"国内一家私募股权投资公司的资深高管如此评价。他的理由是，凯雷入股中国太保时，国家在保险行业大局还未定。他用了句"惊人到内部偷笑和外部吃惊"，来评价凯雷当年在中国太保上的投资和今天的收益。

本书点评

这都是制度红利而已。可是为什么不能配售给我们的社保基金呢？我们的社保缺口那么大！我们还有数亿的农民没有纳入社保体系，中国的改革开放过程就是深度工业化的过程，而工业化的过程是往往以牺牲农民利益为代价的。

（四）《投资者报》（2008年9月）：太保H股发行搁浅 凯雷332亿浮盈

9月14日大限已经到来，中国太保H股发行却难以成行。

去年底登陆A股的中国太保，在招股说明书中表示：A股发行完成后发行不超过9亿股H股。根据股东大会的批准和授权，发H股须在2008年9月14日之前完成，同时承诺不低于A股发行价。太保A股的发行价为30元，该股3月26日破发后一路震荡向下，如今在17元附近徘徊。在残酷的现实面前，太保愿望落空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

H股发行未果对于资本充足的太保来说，目前影响并不大，但多少会打乱其五年的战略规划步骤。H股发行搁置后，上半年靠投资收益取胜的太保，下半年业绩面临“大考”。

此外H股发行还得“从头来过”，承诺30元的发行价仍是一道“咒”，解除还是坚持，一样的左右为难。比太保还要头痛的是凯雷集团，太保H股发行未果，其属下基金持有的13.333亿太保A股就不能转成H股套现，而必须经历“3年的锁仓期”。

对于拥有中国太保13.333亿股（占总股本19.90%）的凯雷投资来说，套现行动就不得不推迟了。据推算，凯雷在中国太保的成本价为每股5元上下，如果30元H股保价成功，凯雷投资则能够产生332亿的浮盈！此次套现成空，其今后的收益有可能会打折扣。

今年以来，中国太保一直在为H股的发行不遗余力，在9月14日大限来临之前与时间赛跑。但太保的股价随着大市调整也一路向下，主观的努力与客观的无奈，太保H股发行充满了强烈的“命运感”。

太保300亿元H股融资不成的主要原因在于，受制于国际经济下行、国内资本市场低迷的大势。按中国太保H股发行“不超过9亿股，不低于A股发行价”粗略估算，融资金额在300亿元左右。

太保H股要以不低于A股发行价30元发行，即H股32港元以上的发行价，那么将比中国太保目前A股17元左右的价格高出13元以上，毫无疑问难以成行，中国太保这种“先A后H”的上市模式遭遇了价格瓶颈，今后如何突破是一个问题。

太保一直在为H股发行而孜孜不倦。2007年12月24日在太保A股登陆当天，太保集团董事长高国富表示，“我们会根据A股招股说明书，进一步尽快争取在H股挂牌上市。”

3月21日上午在太保2008年第一次临时股东大会上，高国富又表示，“我们目前正在按照正常的审批程序，进行H股IPO的准备工作，从目前来看，我们没有任何停顿下来的决定。我们仍然会坚持H股发行价不低于A股发行价的承诺。”

在5月28日股东大会上，太保集团总经理霍联宏称，“公司发行H股的相关事宜已经获得了两地管理部门的允许，目前正在积极推进相关工作的进度。”

但太保A股的表现与太保的努力背道而驰，太保以30元的发行价上市，最



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高冲至52元附近，后随大市开始调整，3月24日破发后便一路掉头向下，8月20日创最低价15.95元，目前股价位于17元上下。

“股价”迫使中国太保放弃登陆H股，中国太保董秘陈巍表示：“受美国次贷危机等多因素影响，2008年香港资本市场交投并不活跃，太保将密切关注资本市场的情况，寻找最佳的H股上市时机。”

H股发行计划落空，对于中国太保目前的经营不会造成什么影响，但对于五年内要成为国际化金融集团公司的战略目标来说，无疑是个打击。

目前中国太保旗下的产险和寿险的偿付能力都在150%以上，在董事长高国富看来，“中国太保今年即便不进行H股IPO也不会出现任何亏损；此前通过A股IPO筹集到人民币300亿元的资金，公司拥有足够资金保证未来5年发展。”

不过，太保上市后的5年目标是“建成以保险业为主业，具有国际竞争力的一流金融服务集团”，而目前中国太保旗下只有人寿险、财产险和资产管理三块与金融相关业务，如果要像中国平安一样向证券、银行等领域推进，必需要利用充足的资金进行快速扩张。所以300亿H股上市融资虽然不是太保当下急需，但却是近年的必需。

虽然中国太保上半年的“股价表现”和“H股发行”都不尽如人意，但其上半年的业绩却使人眼前一亮，下半年能否继续靠“投资收益”取胜，维持利润增长态势，对于中国太保来说，是比中报还要难得多的“期末大考”。

中国太保半年报相比同行来说显得十分突出。2008年上半年，该公司实现净利润55.12亿元，同比增幅达到44.2%。

相比中国平安上半年净利润同比下降11.92%，中国人寿上半年净利润同比减少36.16%，太保业绩增长当属“高分”。在国泰君安分析师彭玉龙看来，“太保投资收益较高的一个奥秘是封闭型基金在今年的大幅分红。”中国太保上半年实现总投资收益146.73亿元，其中2008年上半年太保基金分红68.25亿元，比去年同期增长了105.4%，贡献很大。另一个奥秘便是与金融资产分类方法有关，上半年净利润虽然增长44.2%，但每股净资产却同比降20%。

实际上，除了对于资本市场的忧虑，还有保险市场本身。在海通证券分析师潘洪文看来，中国太保上半年保费增长58%，但个险渠道仅增长19%，个险渠道短板，目前仍没看到明显改善。

公司保费结构有待进一步优化，其上半年新单保费占总保费的74%，表明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其寿险的期缴业务比例还是过小，而期缴往往被看作保费“竞争力的象征”，同时在新单保费中，趸缴占比达 89%，保费收入的质量不高。

本书点评

从 2009 年 6 月份，香港股市大幅反弹来看，金融股是主力军，因为带动指数的杠杆作用很大。一旦恢复再融资，中国太保在港上市没有问题，说不定还会以更高的价格上市，凯雷会再续神话。不过我们可要小心了，说不定就是顶，因为有人套现了大笔资金。就像 2007 年的中国 A 股，中国太保和中国石油以高溢价发行，造成了大量资金的挤出效应，美国金融危机的发源地的股市跌幅也没有中国大。现在看来是大鱼跑了，国内机构都要在为凯雷“举杠铃”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章 3i 集团和普凯基金成功退出"小肥羊"

一、案情介绍

(一)小肥羊公司简介

小肥羊是中国领先的全套服务连锁餐厅营运商,拥有全国性的餐厅网络。以经营小肥羊特色火锅及特许经营为主业,兼营小肥羊调味品及专用肉制品的研发、加工及销售业。1999 年 8 月,诞生于内蒙古包头市;2008 年 6 月,小肥羊在香港上市,是中国首家在香港上市的品牌餐饮企业,被誉为"中华火锅第一股"。

目前,小肥羊公司已经发展成为拥有一个调味品基地,两个肉业基地,一个物流配送中心,一个外销机构,国内十五大餐饮市场区域,国际三大餐饮市场区域的大型跨国餐饮连锁企业。

截至 2009 年 2 月 28 日,公司在中国拥有 130 间自营餐厅及 246 间特许经营餐厅,并在香港、澳门及海外拥有 20 多间餐厅。

小肥羊的垂直整合业务模式极具拓展性,业务包括羊肉加工、汤底生产,以及餐厅经营及食品分销批发。羊肉和调味品原材料均来自天然牧场和种植区。小肥羊肉业基地,是目前国内规模最大、羊肉加工程序最精细的肉业基地。小肥羊调味品基地,拥有目前国内最先进的火锅汤料生产线。这两个后勤基地,保证了小肥羊优良的品质。

小肥羊的产业模式,不仅支撑了小肥羊餐厅运营和食品销售,而且拉动了内蒙古畜牧业产业结构升级。企业的发展聚结了股东、员工、股民、农牧民、加盟商等各个环节的利益链条,并持续为之创造价值。公司现拥有员工 6 万多人,直接带动各地就业人数达 24 万人,带动 20 多万农牧民增收致富。

为了保证产品质量,走现代化发展的道路,公司创业初期就适时进行了 ISO9001:2000 国际质量管理体系认证及国家绿色食品认证;小肥羊调味品公司、小肥羊肉业公司还通过了 HACCP 国际食品安全认证。从"中餐百强企业"、"中国企业 500 强"再到 FLA 新加坡特许经营与授权组织授予的"年度国际特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许经营大奖”、“25 大典范品牌”……小肥羊用十年的耕耘，取得了令人欣慰的成就，也为中餐标准化、品牌化、国际化探索树立了典型。

小肥羊集团有限公司总裁卢文兵获得“2008CCTV 中国经济年度人物”，是该奖项启动以来餐饮行业的第一人。内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司入围胡润“2008 民营品牌榜”，以 25 亿元的品牌价值排名第二十九位。

根据小肥羊 2008 年年报显示，2008 年，小肥羊实现总收入 12.715 亿元，同比增长 34%；净利润为 1.287 亿元，增长了 41.2%。自营餐厅经营收入达到 10.107 亿元，同比增长 34%。另外，小肥羊品牌下食品销售业务贡献了 2.399 亿元的收入，同比增长 40.7%。

小肥羊近几年营业收入变化情况如图 3－1：

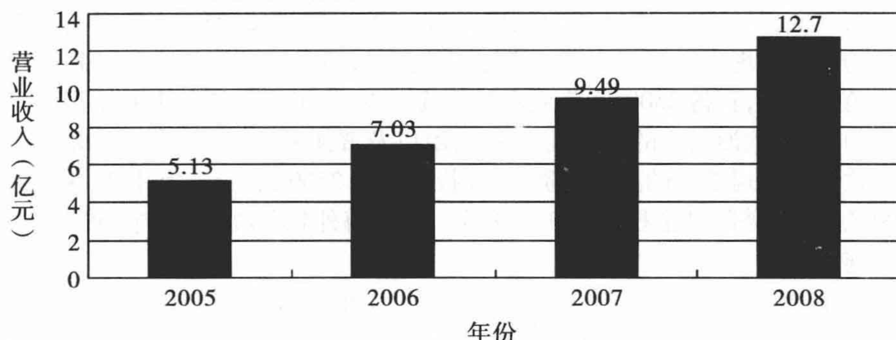


图 3－1　小肥羊近几年营业收入变化情况

（二）小肥羊公司发展历程

第一阶段，从重“量”到重“质”，进行财散人聚策略。1999 年，小肥羊的第一家火锅店在包头市开业；2000 年，小肥羊在北京、上海和深圳开设直营和连锁加盟店；2001 年，小肥羊在河北省设立了第一家省级总代理，从此开始了以加盟为主的疯狂的快速扩张。小肥羊以平均三天一家的速度在内地开设分店，至 2005 年底，小肥羊加盟店的数量达到了 582 家，直营店则由当年年初的 80 家增加到了 136 家。同时，小肥羊在我国香港、澳门、台湾及其加拿大还开出了 7 家店面。2006 年 6 月，商务部公布 2005 年度中国餐饮百强榜，小肥羊以 45.7 亿元的销售收入（2005 年）第四次名列第二，仅次于拥有肯德基、必胜客等著名餐饮品牌的百胜餐饮集团，短短七年的时间，小肥羊取得的成绩不可谓不辉煌。

此时，明眼人一眼就可以看出，小肥羊将盛极而衰，走上失控的不归之路。从 2003 年开始，小肥羊开始十分明显地感觉到快速膨胀后带来的规模掌控上的压力。一方面，不少加盟业者为求更大利润空间，以低廉肉品及材料取代小



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



肥羊的配送原品，导致不少市场纠纷案例出现；另一方面，各式各样假冒的小肥羊也大量出现在全国各地。为了维护品牌形象，从2003年年底开始，小肥羊大刀阔斧开始进行改革，将前期追求加盟数量的扩张模式调整为专注品牌信誉、确保稳健经营的方向上来。小肥羊开始运用"关、延、收、合"四字诀，借部分代理商加盟合同到期之机着手清理门户，其中被关的店达到318家（不少昔日的加盟店成为打假对象）。

早在2006年引进私募投资前，张钢领导下的小肥羊就先后经历了3次大规模的股权稀释过程：第一次，是以原始股价格购买股票或者赠送股份的方式吸引了一批高层管理人才，小肥羊现任总裁卢文兵、总经理寇志芳、副总裁李宝芳、首席品牌官张占海，以及王岱宗等众多高管，都是张钢股权稀释策略的受益者。第二次，是针对分店经理的私募行为。第三次，是2005年，公司在以低价购买的方式实现中层管理人员持股计划的同时，还吸纳了部分社会资金。

第二阶段，获得2500万美元私募资金。2006年，20多家外国投行经过近一年的角逐，欧洲最大的投资机构3i集团以及普凯基金胜出，成为内蒙古小肥羊餐饮连锁公司最大的战略投资者，并投入资金2500万美元，其中3i集团投资2000万美元、普凯基金投资500万美元。这是海外私募股权基金首次投资中国餐饮连锁行业。

出于对中国餐饮行业前景的看好，3i集团把入股小肥羊作为一项长线投资。对于募集到的资金，80%的融资将用于餐饮业，扩张小肥羊的餐馆数量，另外20%则将用于火锅汤料的市场营销，以及将羊肉铺货进入超市，两者大概各占10%左右。

第三阶段，小肥羊在香港联交所成功上市，私募部分退出。2008年6月12日，连锁餐厅营运商小肥羊集团有限公司在香港联合交易所有限公司主板上市。此次发行2.45亿股，发售价格为3.18港元，募集资金净额4.62亿港元（行使超额配股权前）。此次上市募集资金的大约60%将用于2008年下半年至2010年内开设150家新自营餐厅及50家餐厅的翻新；约10%用于潜在收购公司的特许经营餐厅及其他拥有具吸引力的品牌或产品的餐厅业务；约20%的所得款项将用于扩充和升级羊肉加工及汤底生产的产能和生产设施；还有约5%的所得款项将用于改良公司设施，余下的将用作公司日常营运资金。

2008年5月15日小肥羊上市前夕，3i集团和普凯基金分别配售1.73亿和4319万的股本，分别占小肥羊股份的20.25%及5.06%。按照当年两家风投出资2500万美元的成本计算，3i和普凯每股实际投资成本约为0.9港元。2008年6月12日小肥羊上市，两家风投全球发售过程中售出7408.8万股，按照当时每股3.18港元的发行价计算，套现了2.23亿港元，捞回了当初2500万美元的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小肥羊上市之后，3i 集团通过旗下 3i Investments plc、3i GP 2006－08 Limited、3i Global Growth LP 等，共持有小肥羊 11.32% 的股权。而另一家 PE 普凯投资基金的持股比例为 2.83%。二者共持有 14555 万股。

第四阶段，百胜 4.93 亿港元获小肥羊 20% 股权，3i 和普凯完全退出。2009 年 3 月 25 日，"中国火锅第一股"小肥羊和国际餐饮集团百胜(Yum Brands)共同宣布，百胜将通过旗下投资公司收购 PE 机构 3i 集团和普凯基金持有的小肥羊 13.92% 股权，同时还将向小肥羊控股股东收购 6.07% 股权。本次百胜购入股份的每股作价 2.4 港元，较周二收盘价 2.62 港元折让 8.4%，涉及股数 2.055 亿股，总交易额 4.93 亿港元。交易完成后，百胜将总共持有小肥羊 20% 股权，成为小肥羊第二大股东。根据此次 2.4 港元的交易价格，3i、普凯套现 3.9 亿港元。

交易完成前，小肥羊的控股股东是 PossibleWay 公司(海外注册)，持有小肥羊 50.86% 股权。PossibleWay 主要由小肥羊创始人张钢、陈洪凯、李旭东及公司管理层持股，其中三位创始人持有 PossibleWay58.26% 股权，投资方 3i 及普凯投资基金(Prax Capital)是小肥羊第二大股东，共同持有 13.92%；交易完成后，PossibleWay 仍为小肥羊控股股东，持 45.88% 股权。

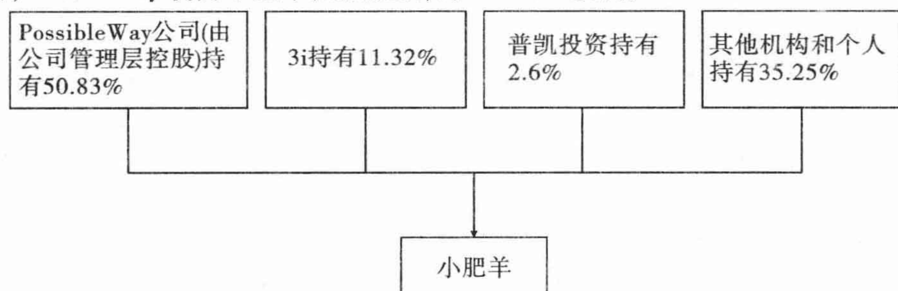


图 3－2　百胜收购小肥羊前的持股情况

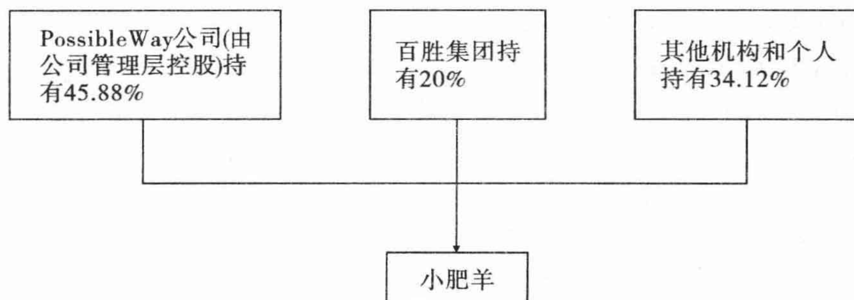


图 3－3　百胜收购小肥羊后的持股情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于百胜入股小肥羊，业内最为关心的是，一向以经营肯德基、必胜客等西式快餐为主的百胜，在持股之后会给小肥羊这个传统的火锅企业带来什么样的变化？对此，百胜餐饮集团中国事业部公共事务和政府关系副总裁王群表示，此次百胜入股只是战略持股，并不会过多介入到小肥羊的日常管理当中，“只会提一些建议，以及提供一些相应的市场信息。”

二、各方评述汇集

（一）《企业家天地》(2006 年 9 月)：回归财散人聚

百胜集团的中国区副总裁不能相信，小肥羊这样规模的企业竟然连一个培训基地都没有，而且加盟条件如此简单，大都凭张钢本人的直觉。“加盟肯德基，会有 8 个副总跟你分别谈话，从资金量到人品，考察非常细致。”“股权机制好，人员利益调节得好。普通员工都有股份，企业都是自己的企业，股权机制好，让客户、合作伙伴都感觉到满意。”蒙牛集团副总裁、小肥羊董事孙先红解答了这位副总的困惑。或许正因为小肥羊拥有良好的利益机制，纵使其他技术层面的硬伤，也无法阻碍其在特定时间段内的高速成长。

现任小肥羊总裁卢文兵也总结说：“我希望用股权让他们感觉到，是为自己工作，而不是打工。”在他看来，小肥羊奇迹崛起的真正奥秘，在于其创始人张钢“大舍大得”的性格，他带头不断稀释自己的股份，将每一个职业经理人、加盟商、店长、供应商以及物流商用利益捆绑起来，这激发了所有人的潜能。他甚至要求所有人参与遵循制定规则，群策群力，并鼓励发挥个人创造力。创业初期张钢占有 60% 股份，另一创始人陈洪凯占有 40%；2005 年融资前，张钢占有 20%，陈洪凯 15%，其他管理层、股东共同持股 65%；2005 融资后张钢、陈洪凯及其他原始股东、管理层共同持股 70%，3i 和普凯持股 30%。

也正是因为有这种良好的股权机制，前蒙牛财务总监卢文兵加盟了小肥羊。2003 年时小肥羊快速扩张，实行总代理制度，结果不少不合格的加盟店出了问题，严重影响到小肥羊的品牌形象。是时，张纲急觅外援。他透露，其首先相中的是蒙牛另一个副总裁孙先红，力邀其加盟。在张钢第三次发出邀请后，孙先红终于亲自来到小肥羊考察，与他同来的还有当时蒙牛的财务投资总监卢文兵。此事的结果是张钢将小肥羊 5% 股权给了孙先红，而孙先红拿出 2% 给了卢文兵，两人正式成为小肥羊的股东。卢此前还犹豫，蒙牛风头正劲，自己也手握可观的期权。张钢劝他，小肥羊上市后价值也无可估量，那期权又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎能相提并论。

正如那位肯德基副总裁所惊讶的，小肥羊在没有来得及借鉴先进经营模式时，张钢完全是凭着自己个性操作。“做人做好了，事情自然就做成了。”如今小肥羊的股东已有将近20个，张钢的股份由最初的一半多稀释到现在的不足30%。北京、上海、西安、包头、深圳五个城市是张钢选定的“中心城市”，只发展直营店，这五大公司的总经理大多与张钢素昧平生，自加入企业始，每个人都分有部分股份。“很多时候都是我们已经投完资了，看到这个人有能力，就让他平价入股。”“做事情要舍得。当初有人说，你生意那么好，为什么让别人进来？我一个人没有那么大的能力，如果没有他们，小肥羊不会有今天。”

总结起来，在2005年引进私募投资前，小肥羊先后经历过三次大规模的股权稀释过程。第一次，是以原始股价格购买股票或者赠送股份的方式吸引了一批高层管理人才，小肥羊现任常务副总裁卢文兵、副总裁寇志芳、李宝芳都是这一行动的受益者。第二次，是针对分店经理的私募行为。第三次，发生在2005年，小肥羊在以低价购买的方式实现中层管理人员持股计划的同时还吸纳了部分社会资金。

1999年创业之初，张钢和陈洪凯是小肥羊仅有的两个股东，当时公司总股本为50万元人民币。经过3次股权“重组”后，到2006年年底，小肥羊公司的股东人数增加到了47人（各地分公司的股东人数则超过了500人）；股本规模也相应扩大到了6370万元人民币。大家都是股东，大家都在经营自己的事业，这种激励机制，很明显具有长远发展的眼光。

（二）《IT经理世界》（2007年12月）：标准化的小肥羊

现在，小肥羊上至总裁，下到财务、运营等各业务部门的负责人，大家每天早晨上班的第一件事就是打开电脑，看公司前一天的财物报表和日经营统计结果。如此及时地看到财物报表，在别的中餐餐饮企业几乎难以想象，因为国内大多数餐饮企业如今仍然是每周乃至每月才盘点一次。小肥羊所有应用了餐饮管理系统的门店已经可以做到日盘点。不仅如此，这些门店每天的进销存信息，总部可实时查看。信息的及时和透明，大大提高了总部对众多店面异常情况的监控，再也不会像过去那样，分店出了问题，总部的人必须到现场后才能发现和解决。

在信息系统的“规范”下，小肥羊餐厅内的每一种原材料，包括羊肉、蔬菜、汤料、调味品等在入库的同时，全部需要录入系统，每一笔销售也都依赖系统进



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行，因此，在每晚营业结束后，系统会自动进行盘点，省去了人工对账的麻烦，保证了准确度。更值得一提的是，IT 系统能够有效监控小肥羊餐厅内每种菜品的标准。小肥羊供应的菜品，大部分都是不需要烹调的，店面后厨只须洗净、切好就可直接装盘。因此小肥羊想要保证菜品的标准化，除了严把原材料采购关外，还要对每盘菜的重量和质量标准进行把关。以羊肉为例，所有店面的羊肉全部是通过小肥羊总部羊肉基地配送来的，也就是说，一卷羊肉的重量是一个标准值。小肥羊规定一盘羊肉的重量是 400 克，每卷羊肉抛去损耗，能被切成多少盘羊肉也是一个标准值，再加上羊肉进货和每盘羊肉的销售，信息系统都有记录。因此盘点后，总部就能看到当天一共用了多少卷羊肉、应该切出多少盘，再与餐厅当天销售的羊肉盘数进行对比，就很容易知道厨师在装盘时羊肉分量是否合乎标准，如果分量不达标，相关厨师会受到严惩。

如果说像羊肉这些不需要烹调的食品具备标准化的可能性，那么对于小肥羊提供的多种凉菜，又如何做到标准化？在小肥羊每家餐厅，每种菜品都有明确的配料表，比如，一盘凉拌黄瓜，对黄瓜、油盐酱醋等材料的重量规定全部精确到克，只允许有 2% 的误差范围，后厨的量菜师需要严格按照标准执行、厨师操作时也要根据配量表，拿着专门的刻度量杯和小勺量取调味品。每种蔬菜、调味品的进货数额，按标准能够产生多少盘菜，都有预先设定好的理论值，每天盘点后只需拿实际值和理论值对比，就可监控厨师是否按照标准操作。小肥羊由此实现了菜品制作标准化、口味标准化。

为了保证原材料的标准，小肥羊从开第一家加盟店时，就开始关注配送中心的建设。目前，他们已经建立了强大的配送网，总部有羊肉、调味品加工基地，并在北京、深圳、上海、西安、济南、漯河等 6 个城市建立了分仓，雇用专业的冷链合作车队，向全国 300 多家店面配送包括羊肉、底料、餐具、服装等在内的物料，尽一切可能保证菜品、服务的标准化。通过统一的 IT 平台，小肥羊的总部还可以灵活地根据需要，进行菜品的增加、变价、原材料调配等操作，总部相关业务部门只需要在系统中更改某菜品的价格，全国各家门店的系统内的相关数据就会自动变更。在 IT 的支撑下，小肥羊在价格上的统一与标准化，轻而易举地得到了实现。

现在，小肥羊正在全国推行会员卡，其所有卡均能够实现全国通用。至此，小肥羊在菜品与管理上的标准化开始向服务标准化延伸。通过信息系统，小肥羊对会员的促销，也可以进行有效管理。当总部在系统中设计好促销方案、选定促销范围或分店后，系统会自动将促销方案下发到相应的餐厅，根据促销时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间、自动对每位会员执行促销政策。

本书点评

这是火锅版的肯德基，是值得祝贺的喜事。中国的不可复制的饮食文化终于可以在标准化中进行批量扩张了。

(三)《食品伙伴网》(2009 年 3 月)：外资加快渗透国内餐饮业

百胜参股小肥羊，业内认为，这是可口可乐并购汇源案遭否决后又一外资企业将联姻中国民族品牌。有舆论担心，以目前百胜餐饮在中国的独大地位，加上小肥羊的逐步渗透，可能将对中国餐饮业造成垄断。

尽管小肥羊、百胜都宣称，两者合作不会对中国餐饮业造成垄断。事实上，外资、外资品牌对中国餐饮市场的渗透力度却在不断加大，尤其是这两年，外资对中国餐饮业的“进驻”一直很活跃，并将中国市场视为“保业绩、促增长”的成长性市场。

据悉，从去年以来，包括麦当劳、百胜、星巴克、棒约翰、H&M 等，都加大对中国市场的投入，加快扩张速度，市场份额得到进一步扩大。

另一方面，目前在国内做到一定规模的餐饮连锁，大多有外资的影子。除小肥羊外，像至今在全国拥有 300 家分店的最大中式快餐真功夫，2007 年 10 月底已引进今日资本、联动两家风投 3 亿元资金；去年 11 月，英联一次性注资呷哺呷哺 5000 万美元，并获得其控股权；同样在去年底，北京的俏江南餐饮集团也得到鼎晖等 PE 投资机构 3 亿元融资，而鼎晖则从俏江南集团得到旗下部分打包资产少于 10% 的股份。

国内餐饮企业引入外资，在资金、管理、人才、标准化方面起到积极的促进作用。昨天，小肥羊董事局主席张钢就表示，小肥羊的发展，是基于开放、合作、共赢的经营理念，从很早就开始实施股权多元化，从而突破了中餐难以做大的瓶颈。但业内人士也担心，外资对国内餐饮业的渗透力进一步加大，外资餐饮在行业集中度越来越高，未来将影响国内中小餐饮业生存和发展。

本书点评

这种杯弓蛇影式的杞人忧天是一种民族自卑感，中国有着数千年的饮食文



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化,难道几个洋品牌就能占领了国内餐饮业?再说,小肥羊本身就是创新的产物。中国的饮食文化必须有创新,借鉴国外饮食成功之道。

(四)《经济观察报》(2009年3月):参股小肥羊探路,百胜首投资本市场

一直在华发展包括肯德基、必胜客、东方既白等自有品牌的跨国公司百胜全球餐饮集团第一次在中国资本市场出手,选择的对象是本土餐饮企业——来自内蒙古的火锅连锁品牌“小肥羊”。

自进入中国以来,百胜一直发展自有快餐品牌,但这已不足以支持其在中国继续高增长。这家公司在中国的业务增速已经减半,需开拓新的增长点。

据张明明介绍,百胜对小肥羊一直很有兴趣,即使在上市之前就已经有了参股的想法,但是当时因为时间紧迫没有成行。在上市之后,百胜也不断在和小肥羊及私募公司进行着沟通,做了很长时间的尽职调查。

小肥羊总裁助理兼新闻发言人李丽婵3月25日接受本报采访时表示,百胜此次入股小肥羊,将在小肥羊获得2个董事席位,而小肥羊的经营管理架构、发展策略、以特色火锅连锁为主的经营理念都不会发生改变。百胜餐饮集团中国事业部(Yum! BrandsInc.,ChinaDivision,简称“百胜中国”)也表示,百胜在小肥羊的角色是“提供建议和咨询,不会参与日常经营管理”。

参股而非控股小肥羊,对于新接手的百胜来说,更加多元化地分享中国餐饮市场两位数的增长果实,应该是其做出选择的重要原因。

从1987年进入中国以来,百胜在中国一直发展自有快餐品牌,先后引进、开创了肯德基、必胜客、必胜宅急送、必胜比萨站和东方既白五个品牌。目前,百胜在中国有近3000家餐厅,经营模式以直营为主。以肯德基为例,目前在华的门店数超过2300家,仅有极少数的特许加盟店。

相对稳定、可控的直营店发展模式,不可避免地在规模效应、市场占有率等方面逊色于特许加盟。据中国烹饪协会2008年中国餐饮产业运行报告显示,全国餐饮业2008年的总营业额约为1.54万亿元。百胜中国方面介绍,百胜虽然多年来是中国最大的餐饮集团,但其在中国餐饮市场的占有额仅为1.6%。

另一方面,百胜在中国业务的发展也需要开拓新增长点。

有资料显示,为百胜带来三分之一利润的中国市场,其利税前收益的增幅一直在放慢。百胜方面曾预计,2009年的这一增幅将介于15%~20%之间,只有2006年的一半左右。另据百胜2008年第四财季业绩报告显示,其中国业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入增长15%，而2007年该指标为30%。百胜内部的一项抽样调查显示，比较中国市场的同一家店面盈利情况，2008年第四季度仅同比增加了1%，而2007年同期增速为17%。

百胜显然不愿错过分享中国餐饮市场的快速增长。百胜中国公共事务和政府关系副总裁王群表示，参股小肥羊是"百胜在中国相关产业投资的第一次尝试，希望通过这种方式加深对本土企业的了解"。

小肥羊首席财务官王岱宗26日接受本报采访时表示，投资中国餐饮市场的成长性很高，一是这个市场非常大，平均两位数的增长速度；二是市场分散、集中度不高，机会相对多。据估计，目前中国约有400万家餐饮企业。它们在就餐形式、风味、产品品种、价格差异上千差万别，为每个消费者提供了极为丰富的选择。但是投资本土餐饮企业的风险主要是，本土餐饮企业在从业人员管理、餐饮的成本和质量控制、餐厅运营效率的短板明显，尤其是规模化经营后，这些短板会被放大，将直接影响餐饮企业的销售收入、盈利的持续性。

在这样的背景下，百胜投资本土餐饮企业，选择参股不失为"双保险"之举。

本书点评

为什么外资会投资小肥羊，而国内资本不会呢？小肥羊有着很高的技术壁垒吗？还是有什么政策壁垒呢？都没有。说明大多数中国的商人还在抢钱的初级阶段，还不懂得管理也是可以赚钱的，而且可以赚大钱。我们还处在十八、十九世纪欧洲的资本主义阶段，那时的欧洲也是假货横行，制度有待完善，资本家还处于什么赚钱干什么，所以为了维持贸易平衡，才向中国输出鸦片。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 7天:中国经济连锁酒店

一、案情背景

(一)7 天酒店简介

7 天连锁酒店集团(7DaysInn Group)创立于 2005 年,目前已建立了覆盖全国的经济型连锁酒店网络,分布在广州、北京、深圳、上海、南京、武汉、成都、长沙、重庆、贵阳、济南等国内超过四十个城市和地区,拥有分店超过 300 家。成立以来,连续三年以令人瞠目结舌的超过 300% 的业内规模增长最快速度发展,7 天已成功跻身经济型酒店行业第一阵营。

作为中国连锁酒店行业的领导品牌,7 天连锁酒店秉承让客人“天天睡好觉”的愿景,从关注客户的核心需求出发,在产品及服务流程设计上不断进行整合创新,致力向超过 500 万“7 天会”会员提供环保、健康、便捷、更具人性化的优质酒店服务和会员服务。作为全球酒店业第一电子商务平台,7 天是目前唯一一家能同时提供 4 种便利预订方式的连锁酒店,包括:网上预订、热线预订、WAP 预订、短信预订。凭借这一优势,7 天连锁酒店还创立了国内首家品牌经济型酒店跨区域酒店联盟——“星月联盟”。该联盟以“顾客受益最大化”为宗旨,通过优选国内具有一定品牌影响力的经济型连锁酒店加入,在联盟酒店原有的良好硬件设施、优质的服务、便利的交通基础上,利用网络平台的优势,降低联盟酒店的运营成本,把更多的利益返还给消费者,让广大联盟会员更多、更好地获得干净、健康、便捷、安全的高性价比酒店服务。

创新是 7 天持续发展的原动力。“鼠标 + 水泥”的经营模式造就 7 天在业内技术领先的地位。即利用 IT 技术进行整合管理,通过全盘系统化来加强成本控制,再通过连锁规模把这种成本控制力转化为效益,这也是 7 天的核心竞争力所在。在企业发展的过程中,7 天创新无处不在:采取“多区域核心城市第一”发展模式迅速占领全国市场;运用全新会员营销模式,打造 500 万会员体系,塑造品牌影响力;巧用“放羊理论”发挥人才自主性,降低企业管理成本。这一系列的创新,保证 7 天能够向会员们提供更具人性化、便捷的优质酒店及会员服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优良的服务和对客户的真心实意必然带来发展契机。从2005年成立到2007年底,7天平均每年的门店增速达到400%,大大高于经济型连锁酒店60%~70%的平均扩张速度。不仅如此,7天的年均毛利润业已超过50%,大大高于行业平均水平。依靠快速的发展势头及优异的盈利能力,7天连锁酒店集团获得美国华平、英联投资、德意志银行、美林集团四家国际金融巨头注资近2亿美元,是迄今为止行业累计获得融资最多的企业。

表4-1 7天开业店数、开业客房数、行业内排名增长情况

报告期年月	05.12	06.10	07.01	07.04	07.07	07.11	08.01	08.04	08.07	08.10
开业店数	5	16	24	29	48	84	106	130	153	183
开业客房数	534	1779	2678	3308	5368	9024	11454	13671	15942	19498
行业内排名	13	7	5	5	5	5	4	4	4	4

资料来源:根据 http://www.inn.net.cn 上的相关数据整理。

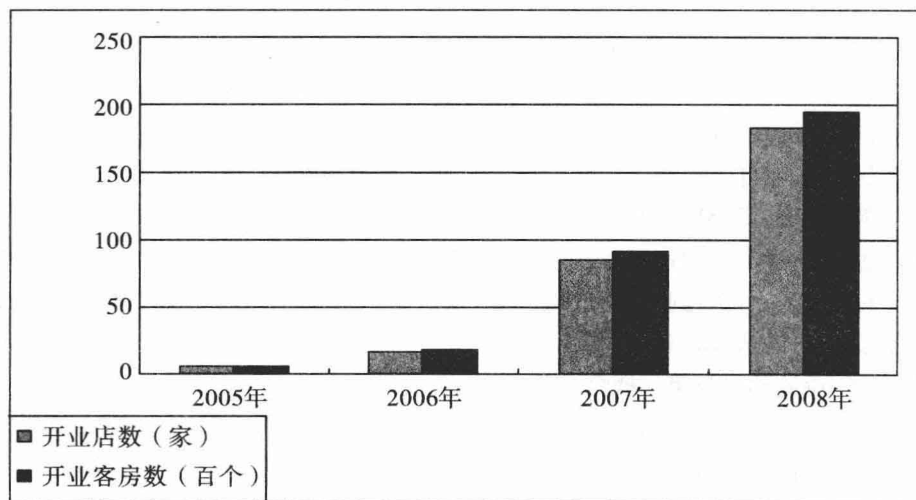


图4-1 7天开业规模的飞速增长

此外,7天也收获了众多的社会赞誉。一度荣获"2006中国连锁业成长最佳品牌"、荣获"2006中国酒店星光奖"之"中国最佳经济型连锁酒店"、"2007年度最具成长性连锁品牌"、"2007年度中国十佳连锁企业"、"2007年度最佳经济型连锁酒店"、"2008中国高成长连锁企业50强"、2008年度酒店荣誉大奖"最具竞争力品牌连锁酒店"等诸多奖项和荣誉。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评

快捷酒店发展初期，依靠资本进行快速扩张，提高市场占有率、降低运营成本，达到规模经济。

(二)7 天连锁酒店集团发展历程

2005 年创办的 7 天酒店，发展至今平均每年都保持了 400% 的扩张速度，一反经济型酒店平均扩张速度 60% ~70% 的规律，但在快速扩张的同时，7 天却保证了大部分门店的盈利能力，创造了一个酒店业的奇迹。

7 天连锁酒店集团首席 CEO 郑南雁，并非酒店业或是连锁业专业出身，但 7 天酒店连锁在郑南燕的手下却呈现着前所未有的发展态势，扩张速度在经济型酒店里面也算得上是遥遥领先。被人笑称为“成本杀手”的郑南雁，从他的脸上看不出“杀手的凶残”，只有从容、淡定与自信，这些无疑将成为他事业上的无价之宝。这是江湖对郑南雁的评价。

郑南雁是土生土长的广州人，1968 年出生。1991 年，23 岁的郑南雁从广州中山大学计算机系毕业，进入了广东省经贸委计算中心写软件。1993 年，郑南雁从经贸委辞职，与自己的师兄合伙创办了劳业电脑软件公司，成功开发出了千里马酒店管理系统。2000 年，加盟携程旅行网，任职副总裁兼南中国区总经理，市场营销副总裁，主管全国的市场营销。到 2003 年，郑南雁掌管的华南区，已经成为携程的主力片区，占携程业务总量的 30%，仅次于 40% 的华东区。郑南雁也被调往上海总部，出任携程副总裁。

1. 创业的动机与第一桶金

2004 年 6 月份，一个偶然的机会，郑南雁认识了前乐百氏掌门人，现今日投资董事长何伯权。和何伯权的会面，再次改变了他的人生轨迹。当时，携程已经成功在纳斯达克上市，郑南雁的身家也超过了 3,000 万元人民币，而在携程的工作经历，使郑南雁对于国内庞大的经济型连锁酒店市场产生了兴趣。

郑南雁对 7 天的设想是：打造一个颠覆传统经济型酒店形态的新模式。

那是 2004 年的一个秋日清晨，郑南雁来不及吃早餐，便急匆匆赶去见那位被朋友们称作老何的人。上午谈了两小时，下午谈了三小时，中午并没在一起吃饭。当郑南雁走出今日投资办公室的时候，老何给了他 6,000 万(800 万美元)。第一次见面，双方在对经济型连锁酒店前景的认识上形成的共识就促成了这次“闪电联姻”。

最终，何伯权成为 7 天的大股东并出任董事长，而郑南雁个人则出资近 800

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万元人民币，占股约14%（后又经历了两轮融资稀释），同时出任7天连锁酒店的CEO。

2004年8月，郑南雁正式从携程辞职，开始他的创业梦想。2005年，郑南雁用原乐百氏创始人何伯权的6,000万投资，开始了“7天”连锁酒店的征战历程。

2. 飞速发展吸引风投目光，三轮融资成就7天

（1）打破常规，7天赢得发展机遇。

2005年3月，“7天”才姗姗来迟开出第一家店。当时，如家和锦江之星已经占据了市场先机，而经济型连锁酒店市场的竞争也开始步入白热化阶段。

郑南雁为7天制订了打破常规的发展模式。为了降低成本并把这部分利益返还到价格上，7天通过在自己的网站上实现会员订房；取消了酒店自助早餐，改为更为经济的营养早餐；全国联网管理门店，减少分店管理成本等模式，使7天在同类经济型酒店中实现价格最低。

极具诱惑力的价格攻势，则最终转化为7天在经济型酒店中的竞争力，使其迅速在经济型酒店市场站稳了脚跟。相比如家大量采取的特许加盟模式，7天则几乎全部采取直营店模式，以求在最短时间内，占领区域市场的第一地位。2005年底，7天的开房率达到90%。

第一年5家，第二年24家，2007年106家，而且这还是已经开业的数量。从2005年成立到2007年底，7天平均每年的门店增速达到400%，大大高于经济型连锁酒店60%～70%的平均扩张速度。

根据郑南雁的规划，到2010年，7天拥有的门店将达到1000家，开业数量600～700家，和如家的水平持平。

（2）第一轮、第二轮融资。

7天的超常规发展，也吸引了海外投行的注意。2006年年底，著名投行华平创投宣布，以1,000万美元入股7天。

2007年9月，郑南雁再度宣布，华平、德意志银行、美林3家投行巨头联手向7天注资9,500万美元，仅仅经过两轮融资，7天就获得了近8亿元人民币的资金输入。这是继2006年11月，7天获美国华平投资集团注资后，在不到1年的时间内，第二次获得资本青睐。与第一次的股权融资模式不同，此次为股权和债权组合融资，其中主要是债权融资。

而对于此次融资成功，业内人士指出，同样被誉为“携程系”的7天，将借此轮资本成为市场中的一支劲旅，与如家不相上下。

此时，从2005年初算起，短短两年半内，7天已在北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、长沙、成都、重庆等超过20个国内主要商务城市拥有直营分店超过



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



100 家。7 天的发展速度已达年 400% 的门店增幅，且店面全部为直营。截止到 2007 年 8 月，7 天开业分店已达 61 家，客房总量超过 6700 间，另有近 70 家分店正在筹建中，到 2007 年年底，集团将拥有酒店超过 150 家。

郑南雁表示，此次融资也将用来快速、全面地推进 7 天在全国的扩张布局，借资本的力量全线进入全国所有一二线城市。而在 2007 年 9 月 7 日，7 天已高调宣布进军南京市场。与此同时，北京、上海、深圳、天津、广州等商务活动成熟的区域将成为其扩张的重点，东北、华北及西北一部分城市也将会加大投入力度。

值得注意的是，两次资本的注入在推动着 7 天更大的动作——上市计划。早在 2006 年第一次投资之时，市场人士就曾指出，7 天在为上市做着相关的准备。

(3)第三轮融资。

2008 年，金融风暴席卷而来，7 天连锁酒店海外上市计划暂告搁浅。一度风靡的国内经济型酒店也陷入了寒冬。

然而，2008 年 10 月 16 日，7 天连锁酒店集团在北京宣布第三轮融资顺利完成，国际金融投资机构英联投资、华平基金联手向 7 天投资 6,500 万美元。这是 7 天连锁酒店集团获得的第三笔风险投资，投资方式为股权投资。业内人士表示，在近期全球经济低迷状态下，国际资本再次注资，充分表明投资人对中国经济型连锁酒店市场前景的信心。7 天 CEO 郑南雁也表示，此次融资将用于继续推进 7 天在全国的扩张布局。而此时，7 天全国开业店数已超过 300 家，拥有注册会员 500 万。

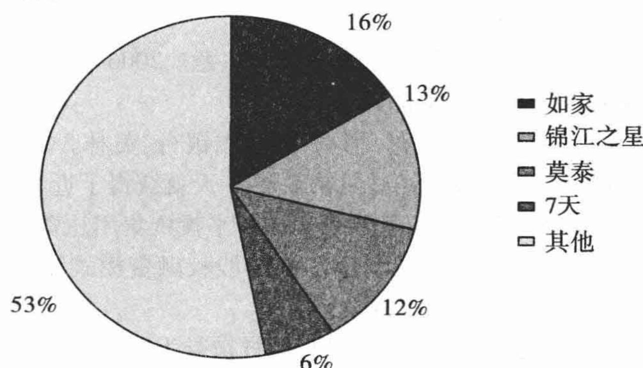


图 4-2　主要企业场份额表

资料来源：《2008 中国经济型饭店调查报告》。2008 年 7 月 25 日，我国经济型饭店前五所占市场比例首次超过 50%，7 天排名上升至第三。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管前景不十分明朗，但7天经营者和投资者依然信心满满。正如呵护孩子成长的父母一般，对7天连锁酒店倍加青睐的风投们正怀着诸多美好的愿景。

（三）7天大事记

2005年，公司正式注册成立。

2005年3月，第一家分店——广州北京路店开业。

2005年4月，7天网站正式开通（www.7daysinn.cn）。

2005年4月，自主开发的中央预订系统（CRS）和会员系统正式投入使用。

2006年11月，获得美国华平投资集团（Warburg Pincus）注资。

2007年5月，拥有分店数突破100家。

2007年5月，开通24小时手机短信（15622227777）预订服务。

2007年9月，获得美国华平、德意志银行、美林集团9,500万美元融资。

2007年10月，开通24小时手机WAP（wap.7daysinn.cn）预订服务。

2008年4月，7天网站在经济型连锁酒店网站Alexa排名，国内经济型酒店网站排名第一，全球经济型连锁酒店网居第二位。

2008年6月，拥有分店数突破260家。

2008年8月，注册会员突破300万。

2008年9月，创立国内首家品牌经济型酒店跨区域酒店联盟——“星月联盟”。

2008年10月，获得英联投资、美国华平6,500万美元注资。

2008年11月，注册会员已近500万。

2009年1月，7天网站在经济型连锁酒店网站Alexa排名第一，成为全球第一酒店网站。

二、各方观点汇集

（一）《东方早报》（2007年9月）：海外风投撑腰 7天酒店剑指如家

继两个月前汉庭酒店获得鼎晖创投等5个风投机构的8,500万融资之后，我国经济型酒店再获国际金融投资机构青睐。昨日，总部在广州的七天连锁酒店集团在上海宣布，美林集团、德意志银行和美国华平基金联手以股权与债务相结合的方式，向七天酒店投资9,500万美元，以支持后者进军长三角地区等



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场。据悉,这次是七天酒店第二轮融资,上一次融资是在去年年底,当时华平基金投入1,000万美元拿下了七天酒店的20%股份。

1. 分店都采取直营方式

昨日,七天酒店CEO郑南雁告诉早报记者,此次筹得的资金将用来布局全国,全线进入全国所有的一二线城市,“我们将在巩固华南、华中、西南区域第一的优势之后,在上海等城市加大开店力度,从而布局全国。”郑南雁和如家初始人沈南鹏一样,都是“出自”携程,郑南雁曾任携程销售副总裁。

据郑南雁介绍,虽然上海是如家、锦江之星等经济型酒店“大佬”总部所在地,竞争激烈,但是七天酒店还是希望能进入这个市场,“目前我们在上海只有3家开业酒店、3家筹备酒店,但是到2010年,我们希望可以在上海开出30~50家酒店。”

据郑南雁介绍,截止到2007年6月底,七天酒店以开店数48家,客房数5369间名列全国第五,落后于第四的速8酒店(开店数48家,客房数5421间)。不过,到今年8月,七天开业酒店已经达到61家,另外有近70家店在筹建中。他预计,到今年年底,七天酒店集团将拥有酒店150家,而如家快捷目前开业店数为171家。值得注意的是,七天酒店的所有分店都是采取直营的方式。

根据2007年4月中国饭店协会最新发布的《2007中国经济型饭店调查报告》显示,七天酒店在2006年以400%的门店增幅,327%的客房增幅位列全国第一。“2006年,十大主要经济型酒店品牌的平均增幅是135%,而客房增幅是108%,我们大大超过了这个平均数字。”郑南雁告诉早报记者。

2. 或明年下半年在美上市

如家快捷、锦江之星两家经济型酒店上市之后,谁将成为经济型酒店上市第二梯队,成为业内焦点。在成功完成两次融资之后,七天酒店表示也将上市提上日程。昨日,郑南雁对早报记者透露,七天酒店上市时间可能会在明年下半年,而上市地点在美国的可能性比较大,“虽然目前我们还没有正式启动上市程序,但是由于国内A股上市必须要有3年的盈利记录,所以我们应该会选择国外上市,而美国最有可能性。”

据业内人士介绍,目前,除了如家快捷、锦江之星已经上市之外,很多经济型酒店都已经成功融资,并且将上市提上日程。在七天酒店之前,汉庭酒店、速8分别融资8,500万美元以及5,000万美元,而莫泰168也曾表示过即将上市。

(二)《上海证券报》(2008年12月24日):7天样本 连锁经济型酒店的暖冬

连锁,是个近年被风投看好的概念;经济,是在经济不景气时最直接的吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。连锁经济型，就成为在这个萧瑟冬天解开风投荷包的理由。

先有7天连锁酒店逆市获得国际金融机构6,500万美元的融资，并宣布融资将重点投入7天"中国酒店业第一电子商业平台"；又有汉庭酒店集团以3784.44%的惊人成长速度获得2008年度第七届中国成长企业百强亚军，季琦还表示明年的新开店目标依然是100家，并透露其中不少新物业是折价从竞争者手中获得；12月4日，孙坚又在上海宣布如家连锁将更名为如家集团，据说，此举意指如家将涉足更丰富的酒店品牌，其首个目标是四星级的和颐酒店。

七天连锁酒店与国内最大的互联网综合服务提供商腾讯正式达成战略合作关系，而此前7天已与多个互联网平台展开合作，包括虚拟社区天涯、51，网络支付平台财付通，以及去哪儿、酷迅、口碑网等。消费者可通过他们触手可及的网络上主流的论坛、社区、搜索引擎、即时通讯工具和电子商务网站等，实现即时获得7天连锁酒店免费会员注册入口及酒店预订入口提交订单等服务。这些原本并非差旅业务的网站，因为人气和受众人群被认为与7天连锁酒店的消费目标重合，而被植入7天连锁酒店的订房系统。

对于将主要目标客户定位为商务人群的连锁经济型酒店来说，运用电子商务平台，比通过呼叫中心、中介平台、酒店自主预订网站等渠道无疑是更加合适而便捷，同时也是更节约成本的方式。

7天连锁酒店CEO郑南雁得意于他的"鼠标+水泥"商业模式的打造："电子商务生态圈的成功打造，不仅给消费者提供最佳的服务体验，还更快地培育了他们电子商务消费习惯，传统酒店行业的消费模式已被彻底地改变。当网民在适应了方便快捷的网络服务后，他们首选的消费方式将是直接进入最常用的互联网平台，电子商务的长尾消费力量将充分地体现出来。"

在经济型酒店网站Alexa排名上，7天网站保持国内经济型酒店网站排名第一，并且实现企业门户网站和数据库对接。郑南雁认为，电子商务将进一步提升7天服务的效率、便捷性和性价比，使之更加具有核心竞争力。

网络令成本得以优化，使得7天从中受益。据悉，传统酒店平台依赖其他分销平台，每卖出一间房，分销代理商就要抽走20%甚至更多的交易额。酒店因此支付了越来越高的利润比例，间接使酒店降低了服务质量，使得消费者成为中间环节高昂成本的买单人。而电子商务平台更加扁平化，所以成本更低，流程更简单。郑南雁告诉记者，互联网在减轻了前台、呼叫中心的压力的同时，压缩了销售成本，因此在价格上可以更有优势。

但事实上，尽管电子商务模式被认为是核心竞争力，7天连锁酒店也并未放



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



弃传统的呼叫中心方式。据统计，目前利用呼叫中心的方式，仍然是主流消费习惯，完全依靠互联网仍然有待时日。

（三）《21世纪经济报》（2008年11月19日）：经济型酒店融资现分水岭：或上演并购戏

1. 经济酒店将上演并购大戏

金融风暴导致的资本投资“降温”令诸多经济型酒店2008年纷纷放慢扩张步伐。正当人们以为经济型酒店会为资金所困，英联投资与华平基金却在金融风暴最严重时突然联手，在中国投下6500万美元的股权融资。经济型酒店品牌7天连锁（简称7天）10月16日披露了这笔融资消息。

“他们找上我们时是8月，那时候金融危机在美国已经很严重了，但是恰恰在雷曼破产、GIC寻求救助时，他们却决定跟我签约。想来真是不可思议。”7天连锁CEO郑南雁笑道。

对此，中国饭店协会会长助理张明厚认为，相比较之下，酒店业受经济形势冲击会相对低一些。但他认为风投对项目的选择会更加谨慎，从而导致经济型酒店获取融资出现分水岭。这亦使得该行业并购趋势正愈发明显。

2. 另类融资

在近期国内外经济放缓、金融风暴导致金融资本投资意愿降低等市场低迷状态下，英联和华平的这笔逆市投资没法不吸引人们的眼球。

此轮融资投资方英联投资中国区总裁林明安表示，英联此次逆市注资7天，除了受到7天盈利能力、快速成长性等方面的吸引外，还对7天的经营理念和团队管理能力非常认可。林明安说，“凭借英联全球网络及投资专家的多种优势，我们将帮助7天取得长期良好的发展。”

7天集团董事长及天使基金发起人何伯权对拥有超过60年投资经验的英联投资非常满意。

本次是美国华平基金继2006年以来第三次向7天投资，在2007年9月华平曾联手美林、德意志银行向7天注资9,500万美元。

中国投融资工作委员会王猛向记者解释道，虽然在如此金融形势下，风投的投资意愿降低，但是并不会放弃投资。风投认为中国市场相对不错，他们只是紧缩了投资的狂热度。在项目选择上更加谨慎、小心。“他们会挑现金状况比较好的、年利润相对高，企业模式已经能看出来的那种。”王猛道。

在充裕资金的驱动下，7天的扩张趋势显然不会放慢。郑南雁称，这笔资金将会继续投向新店扩充，以及各项优化服务计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 并购开始

与其乐观相左的是，经济型酒店经营者近期大多黯然。

对于经济型酒店这种投资扩张型行业来说，资金是其发展的命脉，只有不断融资，才能让企业维系发展下去。曾经在2007年7月到9月的短短3个月间，有2.3亿美元流向这个行业。如今这种热情不再，甚至爆出汉廷最后一笔融资未到账的传闻。

锦江之星旅馆有限公司行政副总裁俞萌认为，现在资本对于经济型连锁酒店的兴趣不像2006年那般高涨，可相当一部分经济型酒店却仍然需要风险资本的投资。如其不再投资，不少已经接受投资准备上市的企业则处境尴尬。

俞萌认为，如果经济形势好转，风投愿意继续投资，这些企业尚可赢得喘息之机，如果风投不愿意再投资，就需看企业自身的经营能力，否则很危险。

业界认为，此次7天连锁酒店成功融资，无疑为处于低迷的经济型酒店行业注入强心针。只要企业好，有钱赚，国际资金仍然看好。"经济型酒店毕竟是实体经济，相对来说，会是比较保守的投资，如果地段好，项目不错，还是有很好的投资价值。"张明厚对经济型酒店前景依然看好。

郑南雁透露，受经济形势冲击，或许会有不少小经济型酒店撑不住，这提供了不少并购机会。"前两年如家并购七斗星是溢价并购，现在则会有很多这样收购的机会了。"郑南雁表示，自己也会充分寻求并购机会。

据投资中国网统计，2008年以来酒店行业的融资事项为零，而并购事项却出现了4单，其中包括汉廷酒店于7月份收购五星上将酒店和西岸海丽酒店。与此相对的，2007年酒店行业融资出现5单融资事项，而并购只有1单。

业界认为，未来1~2年是经济型酒店行业运作到一个极为敏感的时期，或许也是最考验这些企业能否"撑得住"的微妙时刻，但危机由危险和机会组成，对于有实力的企业来说，正是扩大规模的最好机会。

（四）《每日经济新闻》（2008年1月4日）：经济型酒店小幅"洗牌"，7天排名显著提升

近日，中国经济型连锁酒店网公布的"2007中国经济型连锁酒店品牌10月榜"显示，经济型酒店竞争日趋激烈，与上一季度相比，前十位的品牌排名，在短短时间发生了相当大的变化。除了如家继续保持客房总数第一，第二至第七名的排位全部变换，莫泰、7天等上升，锦江之星等下降。其中，排名第四的7天以48%的门店增长速度继续列增幅第一。格林豪泰客房数不变，排名降至第六的速8客房



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数则出现下降。各种现象显示,经济型酒店第一阵营开始逐步分化。

随着网络订房的潮流兴起,各大连锁品牌也加大了网络直销的力度,中国经济型连锁酒店网此次也公布了各品牌网站的 Alexa 综合排名。《每日经济新闻》了解到,在 Alexa 综合排名中,门店和客房规模的排名更夺人眼球,7 天门店的增长速度超过了如家,成为此项排名国内经济型酒店品牌第一。

据 7 天连锁酒店 CEO 郑南雁表示,7 天目前已建成集网络、呼叫中心、短信、手机 WAP 及店务管理系统为一体的系统,可实现实时房态查询、即时预订、确认及支付功能,其中近 40% 的客房订单是通过网站直接来实现的。据悉,这样的比例在所有经济型酒店中是最高的。

行业观察家认为,经济型酒店品牌排名的剧烈变化还只是开始,这个新兴行业充满着变数。携程在旅游服务行业的崛起已经证明,随着新技术在服务行业的全面运用,跳跃式发展将成为其特色。此次 Alexa 综合排名变化表明,增速持续第一的 7 天全力打造的经济连锁酒店第一电子商务平台开始发挥作用,在这个示范作用下,未来的经济型酒店竞争有可能在网上开辟第二个主战场。

在经济型酒店领域,严格管理和标准操作也是这些赢家的一大法宝。而速 8 因为前一段时间与加盟商的合同纠纷,成为前十名中唯一客房数下降的品牌。管理水平正在成为快速发展的经济型酒店的竞争核心。随着"经济型酒店规范"的即将出台,这一行业的排位还将发生巨大变化。

此外,资本的助推作用也日益明显,7 天的快速上升和它上一季度获得国际资本 9,500 万美元投资不无巧合,资本效应已开始显现。

(五)《上海证券报》(2008 年 9 月 4 日):7 天连锁酒店摇旗结盟,经济型酒店抱团求生存

随着国内经济型酒店市场竞争日趋激烈,一些连锁品牌开始抱团求生存。昨日,7 天连锁酒店宣布,由其发起创立的国内首家品牌经济型酒店跨区域酒店联盟——"星月联盟"正式成立,该联盟主要为一些中小型经济型酒店连锁品牌提供统一的营销平台。

据 7 天连锁酒店 CEO 郑南雁对上海证券报介绍,星月联盟主要吸纳一些具有一定品牌影响力的经济型连锁酒店。联盟成员无须交纳加盟费,也无需启动资金,只需支付少量费用,用于会员积分等支出,即可共同参与联盟的会员发展计划。而星月联盟将从网络系统平台、会员体系、营销管理经验和酒店管理经验四个方面对会员予以支持。

对于此次成立联盟,郑南雁坦言,短期内并没有借此盈利的计划,7 天此举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一方面是为了通过联盟的方式，将那些 7 天尚未覆盖到的区域通过联盟伙伴的方式来予以弥补。而入盟的连锁品牌则可以借助于这个联盟的营销平台获得更广泛的客源。首批加入星月联盟的有广州佳园连锁酒店、北京橘子酒店以及上海宝隆居家等品牌酒店。目前包括 7 天的 18 间酒店在内，已有多个品牌酒店超过 300 家分店加入星月联盟，预计到今年底加入星月联盟的分店数将超过 600 家。郑南雁表示，预计随着 7 天分店数量和入盟酒店数量的增加，到 2009 年年底该联盟的规模有望达到 1000 家。

事实上，在国内酒店业尝试联盟化，7 天并不是第一家。就在 7 月底，携程旅行网的大股东携程国际投资设立星程酒店管理（上海）有限公司，该公司是国内首个低星级非连锁酒店的跨区域联盟，旨在向一些低星级酒店输出管理、推广品牌，以应对来自于经济型酒店的竞争。

（六）新华美通（2007 年 3 月 26 日）：市场前景看好：7 天连锁酒店回击经济连锁酒店泡沫论

日前，国内发展速度最快的经济型连锁酒店——7 天连锁酒店召开了关于中国经济型酒店前景的媒体沟通会，强力回击近期舆论关于经济型连锁酒店的泡沫论以及 7 天资金链困难的传言。

7 天连锁酒店认为，未来，经济型连锁酒店市场将更加规范；与成熟市场相比，中国增长潜力巨大、国内对经济型连锁酒店的需求旺盛；行业门槛提升将挡住更多泡沫；领先的经济型连锁酒店管理创新在不断深化；好企业能持续吸引人才；经济型连锁酒店的稳固拥护者越来越多等等，这些因素意味着经济型酒店市场前景看好。

近日，国内领先的经济型连锁酒店如家发布 2007 年第四季度财报，爆出如家上市后的首次亏损约 1,500 万，由此引发了"快速扩张、经济型酒店出现拐点，泡沫时代来临"的言论。对此，如家最大的竞争对手 7 天却力挺如家。7 天连锁酒店首席执行官郑南雁表示，虽然财报显示如家利润率在下降，但实际上其增长速度却在适当加快，竞争力也在加强，此次的财报亏损仅仅是收购支出和其他财务运作的"表面"现象，经济型连锁酒店的快速扩张不能简单以"泡沫危机"论之。同时，郑南雁表示，"连锁酒店行业是需要靠资金推动的，正是因为从一开始考虑到这一点，7 天的融资都是一次性到位的，目前并不存在资金链困难问题，目前 7 天连锁的发展和增长势头良好。"

1. 住宿业市场空间仍巨大

事实上，目前国内经济型酒店正处在蓬勃发展时期，住宿业的市场空间仍



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然巨大。其来自三个方面：一是对着 GDP 增长而日益繁荣的商务活动；二是国内休闲旅游的逐年增加；三是入境旅游的发展。

国家统计局数据显示，2007 年中国国内生产总值增幅为 11.4%，2008 年的经济增长率预计将高于 9.5%。另有分析预计至 2015 年，中国将成为世界第一大的旅游接待国、第四大旅游客源国，并形成世界规模最大的国内游市场。届时，入境过夜游将超过 1 亿人次，出境游 2 亿人次，国内人均出游率达 200%，国内游规模 28 亿人次。此外，2008 年奥运会和 2010 年世博会的举办，国家法定假日的调整和带薪休假制度的实施，也将为经济型酒店带来更大的商机和发展空间。参考国外经济型酒店的发展情况，目前国内终端住宿市场的巨大需求，为经济型连锁酒店行业的客房规模提供近 70 倍以上的增量空间。

来自国家发改委 2007 年数据显示，经济型连锁酒店业排名前十位的品牌年均增长率高达 74%，7 天连锁酒店更在 2006~2007 年连续两年以近 400% 的门店增长速度快速发展。2008 年 7 天连锁酒店加速拓展全国市场，第一季度虽遇春节长假期以及百年罕见的雪灾等不利因素影响，仍新开 24 家直营连锁店，创同期发展的最好水平。7 天目前在建的直营分店超过 60 家，预计将在半年内陆续开业。

2. 高性价比将是行业发展趋势

业内人士认为，"经济型"酒店不等于一味"低价"。此前用超低价"挤干经济型酒店水分"的七斗星的退市，预示着高性价比才是经济型酒店的生存之道和发展趋势。

郑南雁认为，经济型连锁酒店行业门槛并不低，行业"门槛"的准入包括自主创新、成本优化、人才积累、管理高效、追赶潮流等五个方面。"跨进来的都是'泡沫'下的'啤酒'，跨不进来的才是'泡沫'"。所谓的经济型是"节约"、"合算"，并不是简单意义上的"便宜"，其核心是高性价比，这将是国内经济发展的大趋势所在。同时，国内经济型酒店还会朝品牌化、连锁化、规模化方向发展。

目前，7 天正利用自身的连锁化规模优势，稀释成本的增加；这并不是指降低硬件产品的质量标准，而是通过优秀的成本控制力，运用更先进的 IT 流程进行管理。7 天首创将网络、呼叫中心、短信、WAP 及店务管理系统整合为一体，打造可实现即时预订、确认及支付功能的预订系统——中央预订系统（CRS），以更加人性化的服务，为客人提供便捷的服务，也为自身赢得了更大的竞争力。

3. 更加强化业态自主创新

郑南雁认为，经济型连锁酒店是中国"服务业新经济"的代表产物，其"新"应该体现在产品设计的"新"、管理模式的"新"、受众体验的"新"、科技含量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"新"以及资本运作的"新"。

以欧美成熟的经济型连锁酒店市场为例，其连锁化与品牌化的管理，不断的技术创新，便捷的预订系统，使得美国经济型酒店在近30年达到了空前的规模，其数量已占美国酒店总数的70%，前10个品牌都拥有近千家门店。

针对目前客房数量超过10万间，酒店数量有近1000家的中国经济型酒店市场，中国社科院旅游研究中心发布的《2007中国经济型酒店发展绿皮书》披露，虽然中国经济型酒店市场发展前景依然良好，但随着行业竞争的日趋加剧，产业扩张需要更加理性。国内经济型酒店在朝向品牌化、连锁化、规模化发展的同时，也亟须业态自身创新来推动产业扩张。

目前业内领先品牌7天连锁酒店，其首创的集中财务管理系统，在IT管理优势上使得7天总部能够实时监控任何一家分店，内部资源的全国调配成为可能，大大节约了成本。另外，在电子商务平台上，7天还创造了多个唯一。全国经济型酒店品牌中唯一一家能同时提供网络、电话、短信、WAP四种便捷预订方式，首先实现了在线支付方式。

4. 经济型连锁酒店拥护者日益增多

当旅游日渐成为中国老百姓过年过节的一种方式时，经济实惠便成为人们出行的首选，经济型酒店因其连锁经营的品牌和统一标准的服务，以及经济实惠的价格，使得更多消费者青睐并成为稳定回头客。

数据显示，如家、7天等客房入住率正逐年增加。如家财报显示，如家2007年与2006年入住率基本持平，保持在92%左右。而7天连锁酒店成熟分店的平均入住率更是达到了98%。

截至2008年3月，7天会员数已突破200万，每天到7天住店的客人中有95%以上的都是来自于会员相关的体系。7天的会员制营销非常成功，这也使得7天连锁酒店在竞争中走到了前列。

本书点评

连锁酒店在中国拥有广阔的市场前景，但是近些年随着一线、二线城市容量的饱和，各项成本费用的不断提高，包括连锁酒店同质化问题凸显，7天的高利润率还能否保持？同业并购及海外扩张，是否成为下一阶段国内连锁酒店的战略方向？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章 EOP:美国最大房产上市公司

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

EOP主要从事商业地产投资。是美国最大的房地产投资信托基金,北美最大的办公楼物业持有者,同时也是全球最大的房地产信托基金。其前身是公司主席山姆·泽尔在1976年成立的一个房地产管理和收购机构。EOP旗下知名的地产项目包括,曼哈顿的环球广场、芝加哥的市民剧院和西雅图的最高建筑哥伦比亚中心,EOP在美国拥有超过1.05亿平方英尺的地产。EOP曾被《财富》杂志评选为最受人尊敬的公司,该公司还成为了第一家进入标准普尔500名单的美国房地产公司。下面的图表分别表明EOP占有市场份额以及股价表现情况。

表5-1 EOP在美国主要城市拥有的物业情况

城 市	当地收入占比	物业面积(百万平方英尺)	物业数量(栋)	市场等级
波士顿	14%	11.6	52	1
旧金山	10.9%	9.4	89	1
洛杉矶	9.5%	7.3	48	5
纽 约	8.9%	5.4	7	15
圣荷西	8.8%	6.5	81	3
西雅图	7.6%	8.8	54	1
华盛顿	7.6%	6.1	28	3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

城　市	当地收入占比	物业面积（百万平方英尺）	物业数量（栋）	市场等级
芝加哥	6.9%	10.4	33	1
亚特兰大	4.6%	7	40	1
橘　郡	4.5%	6	32	2
波特兰	2.8%	4.2	45	1
丹　佛	2.4%	4.6	15	1
萨克拉门托	2%	2.4	37	1
斯坦福德	1.9%	1.7	7	2
奥克兰－东海湾	1.9%	2.3	12	3
奥斯汀	1.9%	2.9	15	1
圣迭哥	1.7%	1.9	17	5

（二）历史沿革

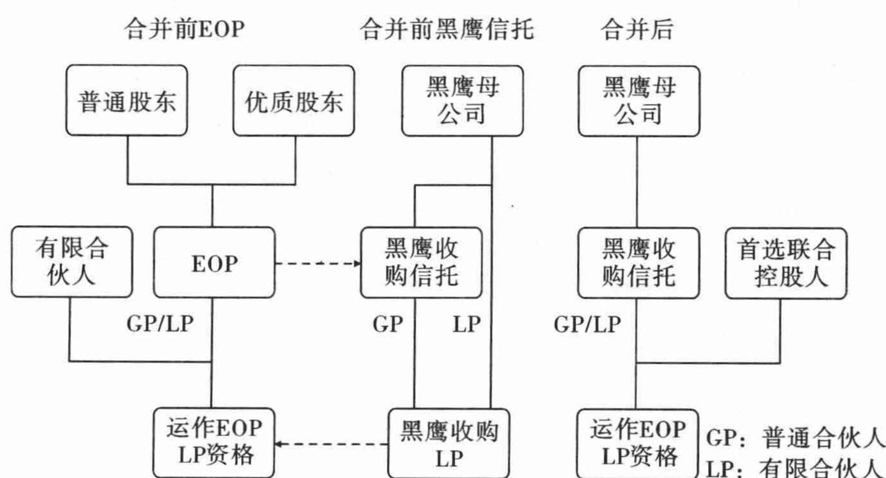


图5－1　黑石收购EPO的交易结构



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2006年的写字楼价格持续上涨,整个房地产市场的回报率不断下降,这些REITs(Real Estate Investment Trusts,解释为房地产投资信托基金。其实际上是一种证券化的产业投资基金,通过发行股票,集合公众投资者资金,由专门机构经营管理,通过多元化的投资,选择不同地区、不同类型的房地产项目进行投资组合,在有效降低风险的同时,通过将出租不动产所产生的收入,以派息的方式分配给股东,从而使投资人获取长期稳定的投资收益)越来越难以获得股东期望的收益率,此外,EOP的老板山姆泽尔(Sam Zell)认为在本轮写字楼市场上升期结束之前,他的公司恐怕难以实现好转,这在一定的程度上表明其自身的写字楼公司经营不善,而不是写字楼市场有太大问题。在这种情况下,泽尔准备出售其公司。

2006年11月,双方达成交易,以每股48.50美元达成协议,再贷款160亿美元后,共以360亿美元成交。然而,2007年1月初,包括塞尔伯吕资本管理公司(Cerberus Capital)、喜达屋资本集团(Starwood Capital)和沃尔顿街资本管理公司(Walton Street Capital)在内的世界上最大的几家私募基金和地产集团组成竞标联合体,抛出新的竞标价格,使这一交易出现了新的悬念。10天之后,美国第二大的REIT——Vornado房地产信托公司也宣布加入角逐,2007年1月18日,其董事长兼CEO罗斯给泽尔发出要约,价格是52美元。

对手的咄咄逼人更让施瓦兹曼对EOP志在必得,他看好商业地产的前景,“经济在增长,房屋的使用率在上升,房租在上涨,这营造了一个很好的市场环境,商业地产,无论是酒店、仓库还是写字楼,都炙手可热,这种情况还将延续。”他说。黑石与EOP展开了新一轮的谈判,施瓦兹曼提出,如果EOP将违约金从2亿美元增加到5亿美元,黑石将把他们的价格提高到每股54美元。而罗斯也在密谋反攻,一周后他开出每股56美元的价格,这当然是个颇具竞争力的报价,但因为部分款项要用股票支付,无疑增加了不确定性,而且依照该方案,合并可能要花好几个月才能完成,而黑石一周之内就能搞定。

这宗收购在2月9日宣告结束,收购价格为每股55.5美元,连带黑石集团承担的EOP大约165亿美元的债务,黑石收购总成本接近390亿美元,成为有史以来规模最大的一宗杠杆收购交易。

为了收购EOP,黑石专门成立了黑鹰信托,其资本金约为160亿美元,黑石另借债近200亿美元。此外,由高盛、美国银行等组成的债权融资安排人准备了近300亿美元作为最高限额,可见黑石的收购弹药是多么的充足,足以见得当初其势在必得之决心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评

欧美大型并购基金为什么能迅速发展,完成如此规模的收购,最重要的是大型银行和金融财团对收购业务的信贷支持,同时,充沛的资金也有利于行业整合的实现。

二、各方观点

(一)《The Economist》(2006 年):商业地产市场却更加繁荣

尽管美国住房市场 2006 年以来出现滑坡,但商业地产市场却更加繁荣。2006 年景气指数上涨了 34%。全美房地产商协会(National Association of Realtors,简称 NAR)在行业简报中表示,美国办公楼空置率有望从目前的 12.9%,到明年第四季度下跌至 12.1%。目前的办公楼空置率已经是 2001 年以来的最低水平。但租金却一直在上涨,办公楼租金 2006 年增长 4.6%,而 2007 年则会再增长 5.7%。

(二)《华尔街日报》(2006 年):收购并不值得

对于 390 亿美元的天价,有些人认为价格过高,不知道黑石为什么要花费这么大一笔钱,但肯定有他们的原因。也有些人还是认为 EOP 被贱卖了,事实上还有一些财团看上了 EOP,在 2006 年秋天的贝尔斯登论坛上,喜达屋酒店集团的创始人巴里·斯坦利克就评价这笔交易是“最大的抢劫”。Vornado 的总裁米歇尔·法斯特里也参加了那个论坛。最近热闹的 REIT 收购案的迭起,投资 REIT 的策略成为人们关心的焦点。然而,这几个月来的信号却让许多想投资 REIT 的人感到不解。有数家写字楼 REIT 的管理人士出售 REIT 股票,包括 Boston Properties Inc. 董事长莫提墨·祖克曼(MortimerZuckerman),他在一天之内卖掉了价值 7,500 万美元的股票。一家位于波士顿管理着 1,270 亿美元的公司 GMO,在 2006 年年初的时候卖掉了它拥有大部分的 REIT。而德意志私人资产管理公司等机构投资者也正在抛售美国 REITs,信号似乎很危险。美国 CNN 财富连线的报道就提示投资者,如果你从 7 年来的 REIT 投资中获得收益,现在似乎到了撤退的时候了。从 1999 年年底,公开交易的 REITs 的总回报率已经达到了 300%,而且许多 REITs 的价格已经过高了。有市场人士认为,私人股本公司争购 REITs,即黑石财团收购 EOP 等事件,将推高 REITs 股价,令



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



REITs回报率更低，事实似乎的确如此，美国 REIT 协会曾表示，现在美国的 REIT 的收益在 3.8% 左右，而这与国家债券相比已经达到了 1985 年以来的最低点。而 EOP 的情况也难逃大势的带动，它的资本回报率并不高，在 4% 和 5% 之间。同时，许多机构投资者在两年来首次成为了 REITs 的净卖方，因此也就不难理解，华尔街抛出了此次收购并不值得的信号了。

(三)《环球企业家》(2006 年 11 月 23 日)：美国房地产业最大规模的一次收购交易

Equity Office Properties Trust 是美国最大的房地产上市公司。近日，其被纽约的私募基金公司黑石集团以 200 亿美元的价格收购。

本次交易将是美国房地产业最大规模的一次收购交易，考虑到 Equity Office 的 160 亿美元债务，这也是世界上最大规模的一次私有化交易。过去，最大的一笔收购交易是连锁医院 HCA Inc 的收购案，价值 330 亿美元。

花旗集团分析师乔纳森－利特(Jonathan Litt)在周一公布的一份研究报告中写道："根据 190 亿美元的股本和加上债务、优先股总值 370 亿美元来看，Equity Office 的私有化交易是美国 REIT 业历史上最大规模的一次私有化交易。此外，Equity Office 即将迎来基本面的改善和完成资产组合的重组。"

Equity Office 已透过出售资产和投资组合的重新定位，将经营重点集中于供应短缺的房地产市场——诸如纽约和其他沿海市场。

事实上，1990 年代，Equity Office 的董事长 Sam Zell 曾帮忙普及把房地产卖给华尔街的概念。如今，对于投资者来说，从商厦、公寓和写字楼中获得收入变得越来越容易。很多房地产投资信托公司在股市上表现良好，因此他们现在成为了私人投资公司的目标。

根据 Thomson Financial 提供的资料，进入 2006 年以来，包括 Equity Office 被收购案在内，房地产业的并购交易总额为 2,946 亿美元，较上年同期增长 64%。

黑石集团正是这个收购潮流的活跃者。2005 年 6 月，它花 48 亿美元购买了芝加哥的 Trizec Properties Inc，这是它这两年来买下的十家 REIT(房地产信托公司)之一。

(四)《企业家天地(下半月版)》(2007 年第 9 期)：快进快出而非价值投资？

黑石正在拆分 EOP 这块巨大的蛋糕，并将每块以好的价格尽快地卖出去，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这个速度与他赢得此次并购成功的速度几乎一样。2007 年 2 月 17 日，也就是交易结束后一周左右的时间内，黑石已经卖掉了 53 座大楼。这些大楼位于西雅图、波特兰、华盛顿地区。California's Irvine Co. 是最近的购买者，它以秘不示人的价格购买了位于圣地亚哥的 17 处楼宇。在 EOP 并购交易完成的当天，房地产开发公司麦克洛（Macklowe）以 70 亿美元购买了 8 处位于纽约曼哈顿的房产。毕银资本（Bea2con Capital Partners）以 63.5 亿美元购买了华盛顿和西雅图的房产。旧金山的 Shorenstei 公司在波特兰以 12 亿美元购买了黑石旗下的房产。黑石集团已经完成了许多 EOP 旗下的楼宇的转手，而这些资产的交易价格已达 146 亿美元。快速的交易速度说明，黑石并不想继续投入更多的资金来改善这个已经让它花费巨资的收购了。然而，凭借以往经验判断，私募基金有强大的管理团队和经营公司，它可以进一步发掘 REITs 潜在的价值。同时，由于私募基金能更自由地运用杠杆作用，也有更灵活的财务运作，因此它可以出高价收购 REITs，并在将其重组后，分拆出售。黑石近期的售卖活动似乎就是私募基金运用此优势的表现，而将来最终能否尝到 REIT 的甜头，就看其财务运作能力了，时间会告诉我们最终的答案。

（五）《财富网》（2009 年 2 月 23 日）：山姆·泽尔帝国大幅缩水

芝加哥亿万富翁投资商山姆·泽尔（Sam Zell）2007 年以 390 亿美元的价格将旗下核心办公地产集团 EOP 公司（Equity Office Properties Trust）积聚了 30 多年的 573 套地产卖给了黑石集团。虽说是史上最大宗的私人地产交易，但黑石并未就此止步：随即将数百套楼房以 270 亿美元抛出。

伴随办公地产的问题像病毒一般传播，甚至使很多房地产开发商瘫痪。昙花一现间，这曾是世纪最大的房产交易。

如今，这些买卖的破坏散播全美，从南加州到德州奥斯汀，到芝加哥、纽约。购买了办公地产的 16 家公司中很多现在都疲于应付如山的债务，而地产的价值急剧下跌，数百万英尺的办公楼里空空如也。少得可怜的交易量见证了办公帝国的瓦解，也更好地验证了商业地产的过度繁荣，越来越少的交易更是凸显了他们苦涩的后果。

回顾过去，买家在价格虚高的时候购下房产。放贷人基于对房租上涨的不切实际的估计，而提供了大量甚至过量的资金支持。而现在，价值缩水，空置率上升，信贷紧到几乎不可能，很多人都在苦苦挣扎，违约、了结抵押还是破产。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影响可能不止是购买了办公地产的公司和向这些公司提供贷款的投行。如果房屋所有人没能偿还贷款,可能会造成持有基于办公抵押贷款证券的养老金、对冲基金以及保险公司的金融危机。

办公地产的买家名单就像是美国房地产的名人录。康州斯坦福德市的RFR地产是一家由Michael Fuchs和Aby Rosen牵头的合伙人企业,Aby Rosen拥有诸如利华大厦和西格拉姆大厦等曼哈顿地标性建筑。RFR地产花费8.5亿美元购买7处办公地产,分析员称现在这些地产价值已经低于其抵押贷款。

在洛杉矶,南加州最大的商业地产主之一的Maguire地产的创立人去年被迫下台,因为公司苦苦挣扎于因购买了24处办公地产而造成的巨大债务。而在纽约,房地产大亨Harry B. Macklowe损失了从黑石集团购买的7处办公楼,以及他自己的很多房产,因为他没能为购买办公楼所花的70亿短期高息债务重新融资。

绿街顾问公司(Green Street Advisors)房产分析员Michael Knotted说:“那些从黑石那里买了房产的人经营得根本不好。当时黑石是一个大赢家,尽管他们现在仍然持有的房产价值可能已经缩水了20%。”

山姆·泽尔在卖掉办公地产之后成为论坛公司(Tribune)的主席和执行官,他花费多年才积聚起超大型的房地产组合,但是将其卖给史蒂夫·施瓦茨曼(Stephen A. Schwarzman)领导的大型私人产权公司黑石的交易却是闪电般速度,某位参与到交接的管理人员称其为“简化了的评估”。

黑石集团2007年2月购买办公地产始于斯坦福德市、旧金山、俄勒冈州波特兰市、加州橘子郡和芝加哥的一系列破纪录的交易,黑石迅速将地产组合中的70%卖给了16家其他公司。公司现在仍持有105处办公地产。

BMO资产市场高级地产分析师保罗·阿多那托(Paul E. Adornato)说:“那是在年景最好时候的咄咄逼人的收购。”

买方发现放贷人都迫不及待地愿意融资,资金占到收购价的90%或更多,即使当时边际利润锐减,但大家都打赌房租和价值会继续增长。包括摩根士丹利、高盛、贝尔斯登及雷曼兄弟在内的投行一边将贷款打包成证券卖给投资人,一边轮番收取手续费。

Shorenstein Properties L. L. C主管资产转移的罗伯特·安德希尔(Robert S. Underhill)说:“这当然是一段时期的特点,大量低价债务广泛存在。”并不是每个买了办公地产的人都陷入了可怕的境地。在考察了多个城市的黑石名下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办公地产后，Shorenstein 选择了波特兰，并在此以 11 亿美元买下了 46 处房产。安德希尔说，那个地方的价格、初始回报和发展潜力都是最说得通的。

但在其他地方，伴随办公地产的问题像病毒一般传播，甚至使很多房地产开发商瘫痪。在斯坦福德市，华尔街的危机及金融服务的合并已经削弱了市场，渐渐破坏 RFR 地产想要将旗下 7 处办公地产租金提高 15% 的努力。8.5 亿美元的购买价格，每平方米近 515 美元差不多已经成了斯坦福德市的纪录。

房地产研究公司 Real Capital 分析公司 Analytics 的经理主管 Dan Fasulo 表示，RFR 的办公地产现在已经不值其抵押贷款了，但公司尚未违约贷款。Fasolo 说："他们提出的某些租金很多年后都不会实现。"

经纪人表示，芝加哥市场同样剧烈下跌，房产巨头 Tishman Speyer 持有的多处办公地产的空置率也在上升。掌控了洛克菲勒中心以及中国、印度和巴西等地房产的该公司以 17 亿美元买下了芝加哥 6 处办公地产。公司立即试图卖掉 3 处新楼盘，但仅收到一份接收函，2007 年以 1.45 亿美元卖出。Tishman 拒绝就此回应。

在纽约，Macklowe 孤注一掷，花费 60 多亿从黑石买下 7 处位于市中心的地产，将其地产帝国规模翻番。此次并购，他仅拿出 5,000 万，而从德意志银行和福特雷斯投资集团获得 70 亿美元短期融资。

但当欢快的房地产繁荣结束之后，Macklowe 没能获得永久融资。他勉强避免了个人破产，被迫将 7 座楼房及包括有其宝石之称的通用汽车大楼等其他地产转交给贷款人。

德意志银行最近以近每平方米 818 美元的均价将位于纽约的两处 Macklowe 楼卖给 Shorenstein 地产，比 Macklowe 买的每平方米 1,100 美元少了 25%。地产交易员表示，该组合中两处其他楼盘也可能会以至少 60% 的折扣卖掉。

在洛杉矶，Maguire 地产支付黑石集团 28.7 亿美元购买 24 栋楼后，已经陷入了严重的债务危机中。24 栋楼中 22 栋都位于次贷行业中心的橘子郡。根据公司的监管文件，从一开始，办公房产的贷款就已经超过了房产月收入。

公司誓要提高新购买房屋 25% 租金的想法迅速破灭，因为橘子郡的空置率从 2006 年的 7% 上升到了 16%，使得偿还抵押贷款更加困难。Maguire 售出了大量办公楼盘，很多都损失了，董事会要求主席和创始人 Robert F. Maguire III 下台。

绿街咨询的 Knott 说："这就是对业务成果和资产负债表最后致命的一击。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在奥斯汀，Thomas 地产集团与加州教师养老金基金和雷曼兄弟联合 11.5 亿美元购买市中心和周边郊区 10 处办公楼盘，使其立即成为城中最大的商业业主。与很多其他交易一样，这也是高度依靠上涨的租金。问题是奥斯汀，尤其是郊区的租金现在正在下降，当地空置率爬升至 14.4%，更有几处新楼盘建成找不到租客。

本书点评

巨额的并购行为，往往发生在行业的顶峰处，繁荣的景象和权威分析师对未来的乐观预测，更加使人们坚信自己的判断。而随着市场的回落，行业回报率的不断下降，当初巨额的资金成本将成为极大的包袱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　Facebook 交友网站

一、案例背景

(一)公司简介

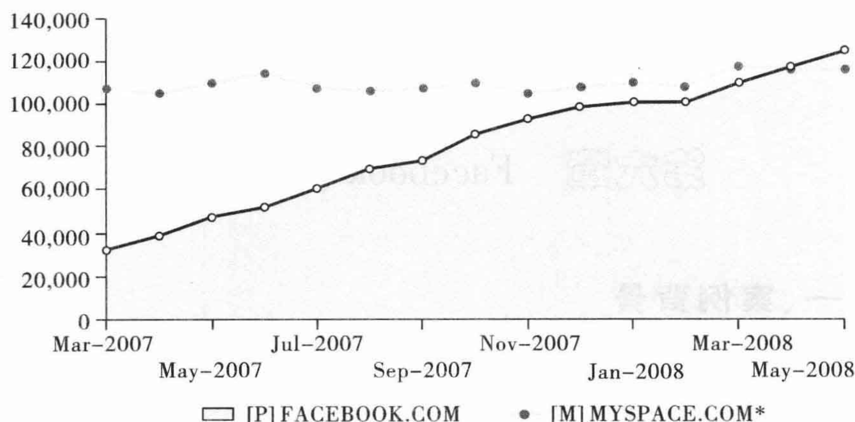
Facebook 网站于 2004 年 2 月由哈佛大学的本科学生创办,目的是借助网络模式替代传统方式的学生指南。网站开通后很快便在美国其他高校广泛流行,现在网站的注册人数已经达到每月 1500 万人次,每月的页面访问量超过了 60 亿。Facebook 的创始人是 Mark Zuckerberg。最初,网站的注册仅限于哈佛学院的学生。在之后的两个月内,注册扩展到波士顿地区的其他高校(波士顿学院 Boston College、波士顿大学 Boston University、麻省理工学院 MIT、特福茨大学 Tufts)以及罗切斯特大学 Rochester、斯坦福 Stanford、纽约大学 NYU、西北大学和所有的常春藤名校。第二年,很多其他学校也加入进来。最终,在全球范围内有一个大学后缀电子邮箱的人都可以注册。之后,在 Facebook 中也可以建立起高中和公司的社会化网络。而从 2006 年 9 月 11 日起,任何用户输入有效电子邮件地址和自己的年龄段,即可加入。用户可以选择加入一个或多个网络,比如,中学的、公司的、或地区的。

据 2007 年 7 月数据,Facebook 在所有以服务于大学生为主要业务的网站中,拥有最多的用户:3,400 万活跃用户(包括在非大学网络中的用户)。从 2006 年 9 月到 2007 年 9 月间,该网站在全美网站中的排名由第 60 名上升至第 7 名。同时 Facebook 是美国排名第一的照片分享站点,每天上载 850 万张照片。这甚至超过其他专门的照片分享站点,如 Flickr。据 ComScore2008 年 5 月公布的统计数据显示,Facebook 的全球独立访客数超过了 Myspace,成为全球最大的社交网站。ComScore 统计到 Facebook 的独立访问人数为 1.239 亿人,超过了 Myspace 的 1.146 亿人。其中,Facebook 环比增长了 6%,Myspace 下滑了 1%。如(图 6－1)所示:



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

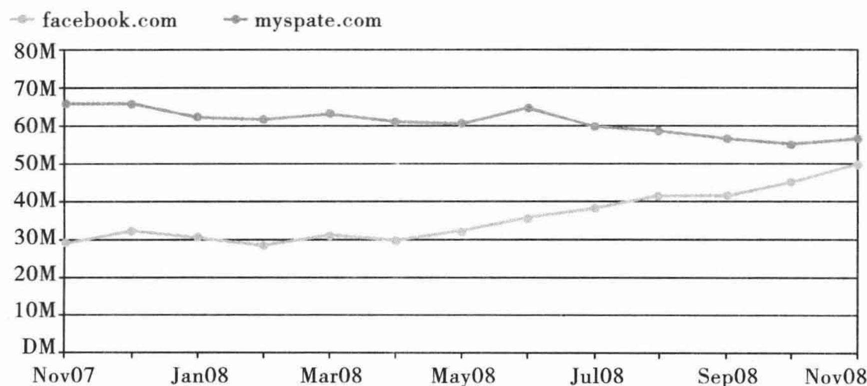




图形来源:ComScore Inc

图 6-1 Facebook 与 MySpace 流量统计对比

图 6-1 展示了全球的情况,但在美国,Facebook 仍然不是 Myspace 的竞争对手。截至 2008 年 5 月,Myspace 在美国的独立访客数为 7370 万人,Facebook 只有 3560 万人,不到对手的一半,另外 Myspace 环比增长了 2%,Facebook 原地踏步。但根据 2008 年 12 月份互联网流量监测机构 Compete. com 公布的 11 月份统计数字显示,Facebook 正在迅速缩小与美国社交网站领头羊 MySpace 的差距。截至 2008 年 11 月,Facebook 访问用户增长至 4940 万,2007 年 11 月至 2008 年 11 月期间累计增幅为 69.5%,11 月份增幅为 10%;MySpace 访问用户为 5460 万,同期内累计下滑 14.4%,11 月份增幅为 2.7%,如图 6-2 所示:



图形来源:http://www.sina.com.cn

图 6-2 Facebook 与 MySpace 独立用户数比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）公司发展历程

1. 起步发展：Peter Thiel **约 50 万美金天使投资**

Mark Zuckerberg 在 Andrew McCollum 和 Eduardo Saverin 的支持下，于 2004 年 2 月创办了“The Facebook”。当时他是哈佛大学的学生。月底的时候，半数以上的哈佛本科生已经成了注册用户。其时，Dustin Moskovitz 和 Chris Hughes 加入进来，帮助网站的推广，将 Facebook 扩展到麻省理工学院、波士顿大学和波士顿学院。扩展一直持续到 2004 年 4 月，包括了所有长春藤院校和其他一些学校。之后的一个月，Zuckerberg，McCollum 和 Moskovitz 搬到加利福尼亚州的 Palo Alto 市，在 Adam D'Angelo 和 Sean Parker 的帮助下继续 Facebook 的发展。同年 9 月，另一个社会化网络站点 ConnectU 的合伙人 Divya Narendra，Cameron Winklevoss 和 Tyler Winlevoss 把 Facebook 告上法庭。他们 Zuckerberg 非法使用了他们在让他帮助建站时开发的源代码。与此同时，Facebook 获得了 PayPal 创始人 Peter Thiel 提供的约 50 万美金的天使投资。到 12 月时，Facebook 的用户数超过 100 万。

2. 第一轮风险投资：Accel Partners

2005 年 5 月，Facebook 获得 Accel Partners 的 1,270 万美元风险投资。2005 年 8 月 23 日，Facebook 从 AboutFace 公司手中以 20 万美元购得 facebook. com 域名，从此从名字中把 The 去掉了。网站当时进行了重大改进。据 Zuckerberg 称，目的是提高用户档案页面的用户友好性。在这个月，McCollum 回哈佛大学继续学业，同时仍旧以顾问的身份继续为 Facebook 工作，并在暑假来公司工作。Hughes 则继续在剑桥市履行他公司发言人的职责。2005 年 9 月 2 日，Zuckerberg 推出了 Facebook 高中版，并称这是最合乎逻辑的下一步。虽然最初，这被定位为需要邀请才能加入的社区，仅 15 天以后，大部分高中的网络不需要密码也可以加入了（虽然 Facebook 账户还是需要的）。到 10 月份，Facebook 已经扩展到大部分美国和加拿大的规模更小的大学和学院。除此之外，还扩展到英国的 21 所大学、墨西哥的 ITESM、波多黎各大学、及维京群岛大学。2005 年 12 月 11 日，澳大利亚和新西兰的大学也加入了 Facebook，至此，Facebook 中共有超过 2000 所大学和高中。

3. 第二轮风险投资：Peter Thiel、Greylock Partners & Meritech Partners

2006 年 2 月 27 日，应用户要求，Facebook 允许大学生把高中生加为他们的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



朋友。约一个月后，2006 年 3 月 28 日，《新闻周刊》报道 Facebook 可能被收购，谈判正在进行中。据报道，Facebook 拒绝了一个 7 亿 5 千万美金的收购条件，甚至有传闻收购价格达到了 20 亿美金。同年 4 月，Peter Thiel、Greylock Partners 和 Meritech Capital Partners 额外投资了 2,500 万美元。5 月，Facebook 扩展到印度的印度理工学院和印度管理学院。6 月，Facebook 状告 Quizsender. com 抄袭其设计风格，要求赔偿 10 万美元。7 月 25 日，Facebook 增加了更多提高收入机会的功能。和苹果 iTunes 的合作推广活动中，加入"苹果学生小组"的用户可以在 9 月 10 日之前每周下载 25 首单曲。这个推广活动的目的是让学生们在秋季学期开学前对苹果和 Facebook 的服务都更熟悉和喜爱。8 月，Facebook 又加入了德国的大学和以色列的高中。8 月 22 日，Facebook 推出 Facebook 记事本功能——一个可以加标签、嵌入图片、评论的博客服务。同时用户可以从其他博客服务中导入。2006 年 9 月 11 日，Facebook 对所有互联网用户开放，这引起了很多现有用户的抗议。但两周后，Facebook 注册仍旧对所有拥有有效电子邮件地址的人开放。

4. 收购与反收购的迷雾：Parakey & Microsoft

2007 年 5 月 10 日，Facebook 宣布了一个提供免费分类广告的计划，直接和其他分类广告站点，如 Craigslist 竞争。这个被称为"Facebook 市场"的功能，于 2007 年 5 月 14 日上线。2007 年 5 月 24 日，Facebook 推出应用编程接口（API）。通过这个 API，第三方软件开发者可以开发在 Facebook 网站运行的应用程序。这被称为 Facebook 开放平台（Facebook Platform）。同年 6 月，和 iTunes 的合作继续为用户提供免费音乐单曲下载。7 月，Facebook 完成了第一次对其他公司的收购，从 Blake Ross 和 Joe Hewitt 手中收购了 Parakey。7 月 24 日，Facebook 聘用 YouTube 的前 CFO Gideon Yu 为 CFO，替换了 Michael Sheridan。8 月，Facebook 成为新闻周刊的封面故事。

2007 年 9 月 25 日，微软宣布他们可能会收购 Facebook 的部分股份。据称 Facebook 被完全收购可能性不大，因为其创始人 Mark Zuckerberg 希望保持独立。

5. 世界性扩张的神话

2009 年美国网络流量调查单位 Compete 所公布的数据显示，Facebook 1 月的美国国内用户访问数达到 6850 万，比起对手 MySpace 的 5850 万高出将近 20%；而据 Facebook CEO 马克·扎克博格（Mark Zuckerberg）在官方博客上宣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称，一月该网站的全球用户人数已达1.5亿，其中近一半每天都在使用Facebook，扎克博格称，Facebook的用户人数已经覆盖全球各大洲，甚至包括南极洲。他戏称："如果Facebook是一个国家，则将是世界上人口第八多的国家，略多于日本、俄罗斯和尼日利亚。"

本书点评

Facebook创造了一个拥有上亿用户人数的平台，其中有着大量的用户信息，包括身份、喜好等，这些信息构成了Facebook的价值，通过对信息的挖掘、分析、整合所衍生出来的商业模式，更是其他平台难以比拟和想象的。

二、各方观点汇集

（一）《科技博客TechCrunch》（2007年5月）：Facebook上市进展不大，谷歌可能收购

随着微软宣布将斥巨资收购网络广告公司aQuantive，以及雅虎计划收购社交网站Bebo传闻的兴起，尚未被大公司染指的重要网络资产已经所剩无几，Facebook就是其中之一。那么，究竟谁会收购Facebook呢？

微软上周末宣布，该公司将以60亿美元的价格收购aQuantive。消息人士周一透露，雅虎正在同Bebo进行谈判，计划以10亿美元的价格收购后者。如果Bebo最终被收购，那么尚未被大公司染指的重要网络资产将所剩无几，Facebook就是其中之一。事实上，雅虎曾计划斥资16亿美元收购Facebook，但遭到了拒绝。

2006年12月，Facebook拒绝了雅虎的收购请求。当时有消息称，Facebook计划进行首次公开招股。但六个月已经过去，Facebook的上市之路并没有太大进展，该公司未来的发展前景从而引发了业内人士的高度关注。从某种意义上讲，Facebook同其他互联网公司有所不同。到目前为止，Greylock Partners、Meritech Capital Partners、Accel Partners和其他投资者已经在Facebook投入3,820万美元，而Facebook创始人马克·扎克博格（Mark Zuckerberg）也多次表示该公司将继续保持独立。

但可以肯定的是，任何一家风险投资公司都制定了退出战略。从这一角度上讲，Facebook进行首次公开招股或被收购只是时间上的问题。那么，Facebook



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



究竟会走上哪条道路呢？谁将会收购 Facebook 呢？在潜在的竞购者中，我们首先可以排除新闻集团和雅虎。新闻集团已经拥有美国最大的社交网站 MySpace，再收购 Facebook 没有太大意义。雅虎之所以被排除在外，是因为该公司正致力于收购 Bebo，而且此前收购 Facebook 未获成功。

现在还剩下哪些公司呢？有消息称，维亚康母去年曾有意收购 Facebook。维亚康母现在仍然是潜在的竞购者之一，但考虑到收购 Facebook 可能需要 30 亿美元到 60 亿美元，一向在网络投资方面小心谨慎的媒体公司很难接受这样的价格。因此，谷歌最终浮出水面，成为了最有可能的竞购者。

谷歌的社交网站 Orkut 在巴西吸引了大量的用户，但在世界其他地区却未能获得成功。谷歌有着巨额现金储备，而且愿意在收购网络资产方面投入资金，特别是拥有庞大用户群体的网站。对于谷歌来说，Facebook 有多少营收并不重要，该公司收购视频共享网站 YouTube 就是一个很好的例子。很多业内人士都提出过这样的问题，谁将是谷歌的下一个收购目标？也许 Facebook 就是答案。

通过收购 YouTube，谷歌在网络视频领域占据了有利的位置。通过收购 DoubleClick，谷歌获得了传统广告技术和大量客户，并同其原有的业务形成互补。Facebook 带给谷歌的并不仅仅是庞大的用户群体，根据市场研究公司 comScore 公布的最新数据，Facebook 目前是全球第一大图片共享网站，每天上传 600 万张图片。通过收购 Facebook，谷歌不仅能强势进军社交网络市场，还可以在图片共享领域领先雅虎（Flickr）和新闻集团（MySpace）一步。

虽然扎克博格坚称 Facebook 应保持独立，但最终的决定权也许并不在于他。如果 Google 提交一个令人难以拒绝的价格，他恐怕也只能接受。当然，上市也是 Facebook 的一个选择。但同出售相比，上市的风险要大得多。一方面，Facebook 需要继续保持高速增长和用户忠诚度；另一方面，Facebook 将面临来自谷歌、雅虎、甚至微软的强劲挑战。从这一角度来看，上市对于 Facebook 投资者而言是一场赌博。

（二）《人民网》（2007 年 12 月）：分析师称不要轻信 Web2.0，应谨慎投资社交网络

据外电报道，许多企业正在考虑它们是否应该利用社交网络技术的优势。但是，市场研究公司 Gartner 的分析师警告说，企业不要轻信 Web2.0 的大肆宣传。社交网络可能成为急于投资这个技术的企业的昂贵的“巨大负担”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Gartner 分析师劝告企业在投资或者开发内部社交网络工具之前应该考虑几个问题。这些问题包括保护个人知识产权和人们喜欢使用 Bebo、Facebook 和 MySpace 等非专业的外部网络。

由于 Facebook 称它将把自己的开发平台授权给其他机构，企业将更容易地开发自己的社交网络。但是，Gartner 的研究报告称，这种大肆宣传并不意味着社交网络技术已经是一种能够满足重要商业需求的足够成熟的技术。

Gartner 称，没有任何证据表明，社交网络能够像即时消息和 VoIP 等基于网络的通讯技术一样，对企业有好处。社交网络的价值在于其内容而不是产品本身。分析师建议企业 IT 部门在考虑昂贵的"社交网络负担"之前应该非常认真地考虑这个问题。

(三)《商业周刊》(2008 年 3 月)：Facebook 短期内不会上市

风险投资商和金融投资商都在迫切等待 Web 2.0 网站的上市，然而种种迹象表明，以 Facebook、LinkedIn 和 Slide 为代表的 Web 2.0 网站在短期内都不会上市。美国经济萧条将对互联网市场造成深远的影响。

在网络繁荣时期，年销售额近 1 亿美元、月新增用户达 100 万的互联网公司都可能会选择上市。不过，专业的社交网站 LinkedIn 虽然已经满足了这样的条件，但它并没有上市的打算。相反，LinkedIn 一直恪守着网站 IPO 的新格言：不要着急，慢慢来。2003 年创建的 LinkedIn 在明年之前不会考虑出售股票。Facebook 董事会成员透露，这个据称身价 150 亿美元的社交网站在 2010 年之前也不会上市。之前，Facebook 相关人士曾暗示其将于 2009 年进行 IPO。同时凭借为社交网站开发流行插件而发展迅速的 Slide 原计划 2009 年上市，但为了平安度过在此之前可能到来的经济萧条期，Slide 在不久前刚刚募集了新一轮的投资资金。

随着经济增速放缓，社交网站公司仅靠广告来维持盈利，越来越多的人认为现在发行股票毫无意义。另外，2002 年颁布的《萨班斯法案》(Sarbanes－Oxley Act)对上市公司的披露制度有了更高的要求，这也正好解释了为何互联网界的热门网站都认为晚些上市更好。

在线支付网站 PayPal 前任 CEO，同时也是 Facebook、Slide 和 LinkedIn 投资人的彼得·蒂尔(Peter Thiel)说："这三家公司本应该在 20 世纪 90 年代末就上市"，但目前还没有一家上市，"正说明了人们的行事风格有所转变"。

在 IPO 准备阶段，三家公司全都力争证明自身的分量，以获得尽可能高的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场价值。LinkedIn 联合创始人兼董事会主席雷德·霍夫曼(Reid Hoffman)说:“我敢肯定地说,如果想的话,现在就能按照我们的估价上市。不过,我想通过上市将公司全部的价值都体现出来,然后用于再投资,将事业发展壮大。”

等到这三家公司上市那一天,将可能引起广泛的追捧。一名硅谷的知名企业家说:“如果 Facebook 宣布上市,将引起哄抢。”金融投资者曾经错失过几次良机,其中包括 MySpace 在出售给新闻集团之前的 IPO 和 YouTube 在被谷歌吞并之前的 IPO。他们不会放过这次的机会,迫切希望能够从这些拥有千百万忠实用户的网站分得一杯羹。

投资者对这些网站上市充满了浓厚的兴趣,都期待着能够获得高额的回报,但现在面临的问题是互联网广告市场的疲软。深受用户青睐的 Facebook 和 Slide 还不能确保一定能够从发布的广告中获利。另外,用户随着年龄的增长,家庭相对稳定,将慢慢抛弃社交网站。

(四)《Breakingviews 专栏》(2009 年 4 月):Facebook 被传即将上市

Facebook 正在积极寻找可靠的投资者以谋求上市,这是继 Facebook 裁掉首席财务官之后在硅谷流传的又一则消息。可是,Facebook 的商业模式还未被证明是成功的,因此,上市将面临很大的风险,除非 Facebook 是被逼无奈。Facebook 可能真的选择上市。目前,Facebook 没有透露任何消息。但是坊间认为,该公司两年前从微软募集的资金可能附带 Facebook 上市的条件。这可以解释为什么微软出资 2.4 亿美元购买 Facebook1.6% 的股权,按此价格计算,微软对 Facebook 的估值高达 150 亿美元。

硅谷对于 Facebook 上市的猜测事出有因。这周,公司的首席财务官吉迪恩·余(Gideon Yu)突然地离职。对此消息,公司表示,他们需要一位具有更多上市公司工作经验的首席财务官,因而,聘请了彼得·克里(Peter Currie)担任财务顾问。克里曾出任网景公司(Netscape)的首席财务官,并成功地带领网景上市。网景上市成为互联网泡沫鼎盛时期的标志性事件。

可是,面对目前不稳定的市场,现在上市似乎显得不合时宜,特别是对于财务状况欠佳的 Facebook 而言。据说,Facebook 去年的销售收入只有 2.65 亿美元,而现金流是负 1.5 亿美元。虽然公司也表示,直到明年他们才能盈利,可是他们同时强调,公司具有足够的资本来满足现金需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那公司为什么需要一位具有上市公司工作经验的财务主管？一个解释是，如果Facebook不能在某一特定时间之前上市，微软将有权利要求Facebook回购有关股份。这类条款在私下配售的创投项目里非常常见。这可以解释，为什么微软对Facebook的估值高达150亿美元，比Facebook的内部估值高了90亿美元之多。

两年前，这样的交易看起来比现在更有吸引力。当时，市场繁荣，而社交网络风潮随之盛行。自从微软和香港富豪李嘉诚投资了Facebook，该公司的会员从最初的4000万人，发展到将近2亿人。

当然，Facebook的上市还有其他原因。员工可能希望将股票期权变现，同时，投资者数量的增长使得Facebook必须成为一家公众公司，Google上市就是这个原因。也许，这则在硅谷流传的消息并非属实，但是无风不起浪。

本书点评

机构投资者对Facebook的高估值是否合理？其估值的三大支撑因素(用户数量、访问时间、用户锁定度)还能否保持，将最终决定其股价与成长性。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 中国工商银行

一、案情回顾

(一)中国工商银行简介

中国工商银行是中国最大的商业银行,中国四大国有商业银行之一,世界五百强企业之一,上市公司。

中国工商银行成立于1984年。作为中国资产规模最大的商业银行,经过20几年的改革发展,中国工商银行已经步入质量效益和规模协调发展的轨道。截至2009年1月底,工行总资产已超过10万亿元人民币,成为中国首家总资产超过10万亿元的企业。目前,工行处在全球市值第一上市银行的位置,以A股股价计算,市值约为1.3万亿元人民币。

中国工商银行业务范围广,业务量大,业务品种丰富,主要有金融业务、个人金融业务、银行卡业务、资金业务和电子银行业务。2008年,工商银行新增人民币贷款5,368亿元,同比多增1,901亿元,增幅为14.3%,贷款增量居同业首位。与此同时,依托强大的客户基础、高效的分销网络和多元化的产品结构,工商银行在中间业务方面实现了多元、创新的发展。2008年,工商银行的净手续费及佣金收入达人民币440亿元,较上年同期增长14.7%,银行卡、投资银行、资产托管、企业年金、现金管理、理财等新兴业务继续快速健康发展,各项指标均居国内同业的首位。银行卡发卡量超过2.38亿张,消费额近8,000亿元,其中信用卡发卡量突破3900万张,消费额超过2,500亿元,市场领先优势进一步扩大;投资银行收入增长78.2%,全年承销各类债券52支,承销金额达1,646亿元,连续第二年成为国内债券承销发行的第一大行;托管业务收入增长41%,托管资产规模连续11年居国内第一,在基金、年金、保险等托管领域,均保持市场领先;企业年金业务的国内市场占有率接近50%,是目前国内最大的企业年金服务机构;理财业务继续强劲增长,全年共推出216款理财产品,其中自主开发理财产品销售额21,976亿元,同比增长715%。

经营模式和发展方式的持续转变,显著提升了工商银行的经营效率,大大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增强了工商银行的可持续发展能力。2008 年工商银行继续推进经营转型，各项业务结构显著优化。资产结构中，非信贷资产比重提高至 54.5%；收入结构中，非利息收入占营业净收入的比重上升到 15.2%；信贷结构全面改善，贷款收益率由 2007 年的 6.11% 提高到 2008 年的 7.07%，提高了 96 个基点；渠道结构中，离柜业务比重提高到 43.1%；客户结构中，个人中高端客户比去年提高了 18.6%，对全行盈利的贡献进一步提高。在国际化发展方面，截至 2008 年末，工行已在全球 15 个国家和地区设立境外营业机构，与 122 个国家和地区的银行建立了代理行关系。

在工商银行的发展史上，2005 年是不同寻常的一年。4 月 21 日，国家正式批准中国工商银行实施股份制改革，注资 150 亿美元，随后中国工商银行顺利完成了财务重组和国际审计。2005 年 10 月 28 日，中国工商银行由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司，正式更名为“中国工商银行股份有限公司”，股份公司由财政部、中央汇金投资有限责任公司发起设立，注册资本 2480 亿元，全部资本划为等额股份，股份总数为 2,480 亿股，每股面值为人民币 1 元，财政部和汇金公司各持 1,240 亿股。

2006 年，工商银行成功在上海、香港两地同步发行上市。公开发行上市后，工商银行共有 A 股 250,962,348,064 股，H 股 83,056,501,962 股，总股本 334,018,850,026 股。

表 7－1　工商银行持股情况表

股东名称	股份类别	持股数(股)	占 A 股/H 股股本比例(%)	占总股本比例(%)
财政部	A 股	118,006,174,032	47.0215	35.3292
汇金公司	A 股	118,006,174,032	47.0215	35.3292
A 股战略投资者	A 股	5,769,220,000	2.2988	1.7272
其他 A 股股东	A 股	9,180,780,000	3.6582	2.7486
A 股小计	A 股	250,962,348,064	100	75.13
社保基金理事会	H 股	14,102,149,559	16.9790	4.22
高盛集团	H 股	16,476,014,155	19.8371	4.9327
安联集团	H 股	6,432,601,015	7.7448	1.9258
美国运通	H 股	1,276,122,233	1.5365	0.3821
H 股战略投资者	H 股	10,016,278,000	12.0596	2.9987



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

股东名称	股份类别	持股数(股)	占A股/H股股本比例(%)	占总股本比例(%)
其他H股股东	H股	34,753,337,000	41.8430	10.4046
H股小计	H股	83,056,501,962	100	24.87
总计	A股+H股	334,018,850,026		100

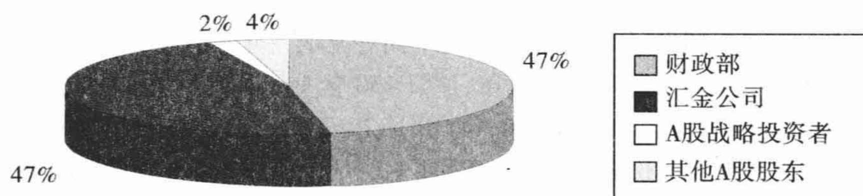


图7－1 A股股东构成情况

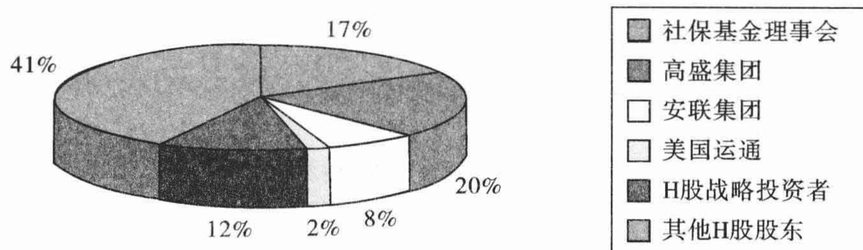


图7－2 H股股东构成情况

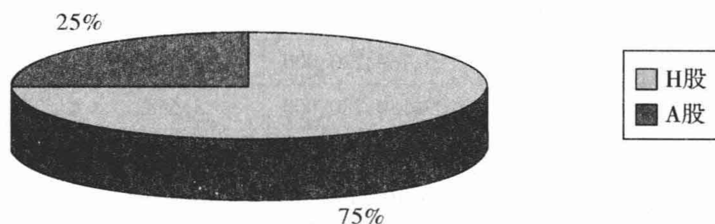


图7－3 A股、H股占股本比例

自从工商银行上市后，其盈利能力比以前更强了。2007年实现税后利润819.90亿元，较上年增长65.9%；2008年度实现税后利润人民币1,112亿元，较上年同期增长35.2%；每股收益为人民币0.33元。这已经是工商银行自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年以来连续第六年实现高增长，六年中税后利润年复合增长率达 37.5%，是全球成长性最好的国际性大银行之一。2008 年工商银行巩固了全球市值最大银行的地位，并成为全球最盈利的银行。

表 7－2　2008 年上半年业绩亮点

主要经营指标（人民币亿元）	2008 年上半年	2007 年上半年	同比增长率
营业收入	1,550	1,176	31.8%
净手续费及佣金收入	245	165	48.0%
税后利润（IFRS）	649	414	56.8%
每股盈利（元）	0.19	0.12	58.3%
主要经营指标	2008 年上半年	2007 年末	变动率基本点
净利息收益率（%）	3.01	2.80	+21bps
平均资产回报率（%）	1.44	1.02	+42bps
加权平均权益回报率（%）	22.80	16.23	+657bps
拨备覆盖率（%）	116.08	103.50	+1258bps
不良贷款率（%）	2.41	2.74	－33bps
成本收入比（%）	28.5	35.0	－656bps

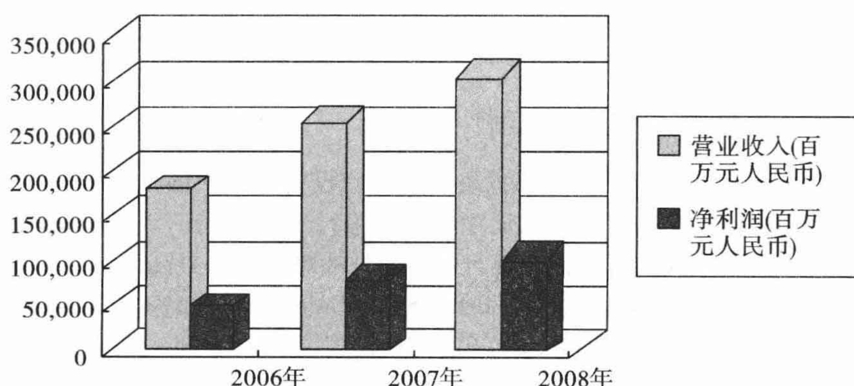


图 7－4　工商银行 2006 年—2008 年营业收入与净利润

中国工商银行的经营业绩为世界金融界所瞩目。中国工商银行分别连续



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三次被著名财经杂志英国《银行家》和美国《环球金融》杂志评为“中国最佳银行”;《银行家》杂志按一级资本对全球1000家大银行进行排序,中国工商银行已连续4年入选前10名,连续5年在国内排名第一,美国权威财经杂志《财富》按营业收入对世界500强企业进行排序,中国工商银行已连续4年入选。

(二)工商银行A+H同步上市

2006年10月27日,中国工商银行股份有限公司(简称中国工商银行)首开先河,A+H同步发行上市成功,创下了全球资本市场有史以来发行规模最大等多项纪录,被国际媒体和金融业誉为“世纪招股”。公开发行上市标志着中国工商银行完成了从国有独资商业银行到股份制商业银行,再到国际公众持股公司的历史性跨越。

本次A+H首次公开发行的总规模为556.5亿股(包括代财政部和汇金公司出售国有股权81.4亿股),占扩大后总股本的16.7%;募集资金总额达到人民币1,732.3亿元(包括代收财政部和汇金公司出售国有股权的应得资金净额人民币246.7亿元),是全球有史以来融资规模最大的首次公开发行,其中H股发行规模1,249.5亿港币,A股发行规模466.4亿元人民币,分别是迄今为止规模最大的H股和A股发行项目。公开发行上市后,中国工商银行共有A股250,962,348,064股,H股83,056,501,962股,总股本334,018,850,026股。通过发行上市,中国工商银行的资本实力和国际市场形象得到了明显提升,至2006年末,资本净额达到5,308.05亿元,核心资本净额达到4,620.19亿元,资本充足率和核心资本充足率分别达到14.05%和12.23%;总市值超过2500亿美元,成为A股市值最大的上市公司与亚洲最大的上市银行,并跻身全球排名前三位的上市银行。

(三)高盛投资团入股工行

2006年1月27日下午,高盛投资团的三家投资方与中国工商银行签订入股协议,投资团以37.8亿美元入股中国工商银行10%股份。入股价是账面资产净值的1.22倍,达到国有商业银行引进境外战略投资的最高价格。其中,高盛集团及其私人资本运营基金(Goldman Sachs Group Inc.)投资25.8亿美元入股7%,安联保险公司(Allianz AG)出资10亿美元入股2.5%,美国运通公司(American Express Co.)出资2亿美元入股0.5%。截至2008年9月底,高盛、安联、运通分别持有工行H股约164.76亿股、64.33亿股及12.76亿股,占工行总股份的比例分别为4.9%、1.9%和0.4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高盛投资团的出价比去年8月30日签署备忘录时36亿美元的出价提高了约5%。根据协议，高盛集团将为工行提供培训，帮助工行完善风险管理、内控体系，提高在资金交易和资产管理、不良资产处置、公司与投资银行业务的金融创新和产品创新能力。安联保险公司将在银行保险产品方面与工行进行合作。美国运通公司则继续和工行在信用卡方面进行合作。

工行作为最大的国有商业银行，在个人消费信贷、按揭贷款、信用卡、基金托管等零售业务方面占20%～30%的市场份额。据悉，工行有5亿多客户，中高端客户和潜力客户分别为1600万和5000万户。为了能进一步挖掘客户价值，提升中间业务水平，比如，在资产管理、衍生产品交易、利率和汇率衍生产品开发方面提供支持，工行因此选择引入战略投资者。

2005年，工行的存贷款利差收入占到营业净收入的53%，另外的47%来自于交易投资类业务收入和中间业务收入，中间业务收入占营业净收入的比重为8.7%。工商银行希望进一步调整业务结构，到2007年，中间业务收入能从现在的138亿元增长到210亿元，中间业务的结构也要从低端业务向中高端调整。

除了2006年1月27日，中国工商银行与高盛集团、安联集团、美国运通公司3家境外战略投资者签署战略投资与合作协议，获得投资37.82亿美元之外；2006年6月19日，工商银行与全国社会保障基金理事会签署战略投资与合作协议，社保基金会将以购买工行新发行股份方式投资180.28亿元人民币。工商银行多元化的股权结构业已形成。

二、各方评述汇集

(一)《新京报》：工行上市与股市的"理性繁荣"

工行的上市，不仅将创造今年世界最大规模IPO的记录，而且"A+H同日同价"的上市方案，标志着中国企业在上市路径上迈出了崭新一步。更为重要的是，工行的上市将把中国股市带入"理性繁荣"时期。

中国工商银行"A+H同日同价"上市方案日前获批，已正式向香港联交所递交H股上市申请，预计2006年10月27日挂牌上市，H股融资规模超过120亿美元，A股融资至少在200亿元人民币以上，两地融资规模均超过前期IPO的中国银行。工行的上市不仅将创造今年世界最大规模IPO的记录，而且"A+H同日同价"的上市方案，标志着中国企业在上市路径上迈出了崭新一步。更为重要的是，工行的上市将把中国股市带入"理性繁荣"时期。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1."A+H 同日同价"方案有利于增强 A 股市场的定价权

作为中国最大的商业银行，工行此次采用的"A+H 同日同价"发行方案，将会对中国股市带来两个重要影响：A+H 同日发行，将会提升 A 股市场的地位，提高了发行效率，同时避免由于时间间隔使得 H 股可能拉低 A 股的发行价格；A+H 同价发行，将中国 A 股市场进一步与成熟的国际市场接轨，使境内投资者购买工行 A 股与境外投资者购买工行 H 股的成本趋同，体现了市场的公平。

2."A+H 同日同价"方案实施过程中还存在两大障碍

工行的"A+H 同日同价"发行方案在实施过程中也有不少障碍：由于中国内地新股在公布分配结果后 5 天才可上市，而香港却只需 1 天，所以中间有 4 天的间隔。如何消除这个间隔将成为同日上市的关键。

此外，内地股市要求上市公司在公开发售前定出最终发售价，而 H 股则要在公开发售后、临近挂牌前夕才定发售价，因此这就造成工行两地上市可能出现同股不同价的现象。克服这个障碍，需要工行积极与两地投资者沟通，努力达成一致。

如果这次工行成功上市，那么 A 股市场与 H 股市场的一些制度、规则上的不协调都将得到一定程度的调整，有利于内地市场与国际市场的对接。同时在这种对接过程中，中国的发行制度将得到完善。

3. 监管机构应谨慎控制新股发行的力度与节奏

最新统计数据显示，A 股市场目前已经推出再融资预案但尚未实施的上市公司已达 97 家，预计融资规模上限将超过 1,100 亿元。这还未包括 IPO 新股发行的融资，以及首批非流通股解冻的资金需求。因此，中国 A 股未来面临的压力很大，A 股市场的稳定性将受到考验。

中国的股市经过长达 5 年的长期下跌，自股权分置改革启动以来，大盘已经从千点涨到目前的 1645 点。恢复 IPO 后，新股的发行对市场已经造成一定的扩容，大盘上涨的力度也明显减小。工行的上市在今年的 10 月，同时也是首批非流通股进入市场的密集期，这都会给市场带来难以承受的压力。因此，监管机构始终要关注市场的承受能力，要灵活调节新股发行的节奏，保证我国的股市在大盘的稳定上涨中扩容。

由此我们可以看到，工行的上市未来不仅对稳定 A 股市场做出贡献，同时也将中国股市带入"理性繁荣"时期。中国的股市经历过 5 年的磨难，制度上的障碍终于被成功破除了，现在的股市只能说刚向健康发展，还未真正达到"理性繁荣"。未来随着一批优质企业的陆续上市，随着中国股市发行、交易制度的不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断完善,股市将恢复"晴雨表"功能,将真正进入"理性繁荣"时期。工行将作为领军者,把中国股市顺利带入这个时期。

(二)《东方早报》:清醒认识对工行上市的"热捧"

作为全球最大的 IPO 项目,中国工商银行在海外市场发行的火爆景象延续到了内地资本市场。从昨天开始,工行 A 股在网上申购,内地公众投资者的申购极为踊跃,业内人士据此判定,工行 A 股发行价将最终处于价格区间的上限。

实际上,工行发行获得热捧,从工行高管进行路演推荐时就能够看到端倪:诸如"全球迄今为止规模最大的发行、首次在发行中大规模引入 A 股战略配售、首次引入绿鞋机制"等等的所谓"八个第一",似乎就足以吸引诸多海内外投资者的眼球。

然而,对于以工行为代表的大型国有企业来说,在享受上市成功喜悦的同时,也应对投资者的"热捧"有一个清醒的认识。投资者之所以"热捧"工行,当然是看好中国经济发展的良好势头,工行作为国内银行业的翘楚,当可分享中国经济发展的成果。但除此之外,务实的投资者所期望分享的,更是隐藏在这一"光环"背后的体制优势,也就是基于国有商业银行的垄断地位,以及其所拥有的国家信用背景与财政资源扶持。

工行的发行细节已经显示出了它与众不同的企业性质:其一,《证券发行与承销管理办法》9 月 11 日至 15 日公开征求意见,9 月 17 日公布定案,9 月 19 日正式施行。精明的市场人士不难分析出,如此神速出台的"征求意见",实际上是为工行实施"绿鞋"发行模式做铺垫。其二,工行光彩照人的报表背后,实际上是全民财富的投入。其招股说明书中称不良贷款率为 5.5%,而这一数字当归因于 2005 年的两次不良资产剥离,以及通过运用外汇储备 150 亿美元补充资本金,使核心资本充足率达到 6%。通过这两次剥离,工行的不良贷款率从 2005 年初的 18.78% 骤然下降至 4.58%。与之相比,招股说明书中的不良贷款率甚至有所上升。

其实不仅仅是工行,几乎全部四家国有商业银行都在成文的制度和规定面前,显示出超越规则的能力。比如,对于久拖不决的存款保险制度,四大国有商业银行能够理直气壮地要求缺席,原因就是它们背后有免费国家信用支持,根本不必再花钱买保险。

国有商业银行股票发行受到市场的广泛青睐,特别是国际投资者的热捧,一个很重要的原因,其实并不是其自身市场竞争力多么突出,而是投资者更加看重它们所享有的"独特资源",也即行政力量赋予的行业垄断地位,以及隐藏



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在其背后的国家信用担保。同样的，类似的情况从中石油、中石化等垄断企业海外上市时获得的热切追捧，也能够得到印证。

正是这些超越市场本身的资源，才是在短期吸引投资者的根本要素。但是与这些非市场要素所对应的，却是整体市场机制建设的掣肘与国民资源的行政性投入。前者可能导致更加富有市场激情的民营经济活力受到阻碍，而后者则意味着对国民财富不合理、不均衡的配置。

更为值得警醒的是，股票发行的异常顺利和投资者的过度追捧，可能会进一步产生更加负面的影响和结果，也就是大型国有企业不仅可能因此丧失推动体制改造的动力，而且会把上市作为维护、甚至强化既有垄断体制的理由。这是因为海外上市并不必然意味着治理结构随之改善。事实上，海外投资者追求的无非是自身利益最大化，因此，当他们发现，如果垄断企业通过保持垄断地位就可以获得丰厚的利润，投资者自然不会要求你在治理结构上做出多大改善，而只是致力于要求企业继续维系其垄断地位。

所以，透过国内外的热情，我们也要看到工行真正市场竞争力的欠缺。我们不能仅仅满足于国有银行成功上市，更要关注其未来治理结构的改善，因为这关系到中国金融体系的效率和安全。

(三)《东亚经济评论》：工商银行上市航母待发，丰厚利润令各投行虎视眈眈

中国工商银行规模可能高达100亿美元的股票上市计划，可能为投行带来3亿美元的收入，这令摩根士丹利、美林及其他同业趋之若鹜，为获得承销资格展开了激烈竞争。中国工商银行的上市规模可能创中国内地公司首次公开发行(IPO)之最。

作为中国最大的商业银行，工商银行将是获得政府支持赴海外上市的第三家国有银行。熟悉内情的消息人士称，美林、摩根士丹利、高盛、德意志银行和瑞士信贷都争先恐后地希望从中渔利，这次发行规模可能超过去年中国建设银行上市时创下的92亿美元的纪录水平。

北京一熟悉工商银行情况的消息人士称，摩根士丹利和瑞士信贷成功入围的可能性最大，该行将偏好于委托欧洲和美国各一家投行来获得欧美两地市场投资者的青睐。

该消息人士表示，中国内地最大的投行——中国国际金融公司(CICC)也寻求从中分得一杯羹。该公司去年担任了工商银行股份制改造的咨询工作。

接近中金公司的银行人士称，大家都想吃掉这块蛋糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国工商银行与东亚银行携手成立的合资投行——工商东亚(ICEA)可能亦会在工商银行赴港上市中赢得一席之地。工商银行料将于今年或明年上市。

瑞士信贷在去年7月与工商银行联合建立了工银瑞信基金管理公司,这可能有助瑞士信贷在这场承销争夺战中胜出。

中国第二大银行——中国银行可能最早在今年上半年上市,拟透过IPO集资80亿美元,上市时间料先于工商银行。

此后,中国四大国有银行中唯一还未上市的就是中国农业银行了,但上市对农行而言,可能是项长期工程,因农行的坏账比率高居四大银行之首,并且该行的主要服务对象是中国的农民。

因此工行成为中国金融服务业最后一个上市的“巨鳄”。之前交通银行、中国人寿、中国平安和中国财险均已上市。

上月高盛、德国安联和信用卡公司美国运通宣布,同意向工行投资37.8亿美元,其中高盛以25.8亿美元购得共计7%的股份。

高盛、瑞银集团和中银国际将担任中国银行IPO的承销商。

不过,市场认为高盛有可能会被排除在工行IPO承销商外,因其持有工行股权从而有利益冲突之嫌,而且它在中行的IPO中担当了牵头角色。

消息人士称,高盛一直在游说监管当局,要求澄清其持有工行股份与担任上市承销商并无关联。

(四)《国际先驱导报》:工商银行南非大收购幕后:始于两总裁偶遇

“这是给南非和非洲投下的一张信心票。这表明,南非企业在为拓展全球业务筹集资金时,已不必去伦敦上市融资了。”南非标准银行首席执行官杰科·马里在宣布中国工商银行用55亿美元巨资收购其股权的消息时说。

1. 收购始于总裁偶遇

被誉为世界“黄金之都”的南非最大城市约翰内斯堡本月25日传出了中国工商银行巨资收购南非标准银行股权的消息,使南非举国震惊。南非国库发言人托拉亚·潘迪告诉《国际先驱导报》:“我对目前市值名列全球银行第一的中国工行投资南非标准银行,感到极大的鼓舞。这对改善南非的资本流通具有重要意义。”

南非舆论界都惊讶于双方达成合作意向速度之快。记者了解到,两年前双方总裁在北京举行的一个国际货币会议上初遇并开始接触,然后标准银行总裁回国后双方又多次联系,并有了初步的意向。双方的正式谈判始于今年9月10



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日，到达成协议仅用了短短45天时间，可见前期双方沟通之充分。

收购方式也设计得非常巧妙。工行将支付约366.7亿南非兰特（约合54.6亿美元，408亿元人民币）的对价，收购标准银行20%股权，具体实施方式是：标准银行向工行定向发行相当于扩大后股本总数10%的新股，发行价格为每股104.58南非兰特；同时工行按比例向标准银行现有股东协议收购相当于扩大后股本总数10%的股份，收购价格为每股136南非兰特。交易实施后，工行成为后者的单一最大股东。此外，双方还计划成立一个价值10亿美元的全球资源基金，主要将投资中非地区的矿产和能源领域。

2. "中非配"超越"英非配"

"ICBC（中国工商银行英文缩写）"是这一周来在南非媒体，特别是财经媒体上最热门的词汇之一。南非电视台晚7点黄金时段节目中以头条新闻播出后，当地电台和网站都在第一时间对此进行了报道，当地报纸也都在显著位置刊登了消息。

市场和媒体的积极反应源于并购事件的重大意义：这是南非有史以来得到的最大一笔境外直接投资；这是中国公司迄今为止最大的一笔海外投资；按市值计算，工行与标准银行两强联手的结果，用南非《时报》的大标题描述，就是"打破了多项纪录"。

英国巴克利银行2005年以53亿美元购买南非的另一家大型商业银行南非混合银行（ABSA）60%的股份，当时已十分轰动。南非《商报》认为，工行和标准银行的联手重量级更高、国际化更强。目前中非经贸投资关系迅速发展，标准银行将借此机会抢占到十分重要的地位，在南非国内保持竞争优势。

3. 扭转对华不满舆论

传统上，南非商界的目光都是投向欧洲的，虽然近年来中南两国的经贸关系越来越密切，但南非方面一直因为承受贸易逆差而不满，希望能吸引更多的中方投资进入。

而工行的55亿美元，使南非一举成为中国对外投资的头号目的地国。《商报》认为，此事的一个重要意义在于，人们一直认为中国在非洲的发展战略是通过向非洲国家提供低廉的贷款来换取资源，而中国工商银行的动作意味着中国想和非洲一起谋求更大的发展。记者明显感觉到，因这笔交易，南非舆论近来对中国的态度明显好转。

两行的合作成了南非股民的重大利好消息，约翰内斯堡股市高歌猛进，银行板块指数狂涨4%。在汇市上，南非货币兰特走强，对美元比价创下17个月来的新高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 下一个是中国移动

就在“工行并购标准银行”余波未了时，约翰内斯堡股市 26 日继续上扬，而部分原因竟也与中国有关：有传言称，非洲规模最大的无线通讯公司——南非 MTN 公司将被世界规模最大（以用户量计算）的中国移动通信集团公司并购。这一传言导致 MTN 的股价猛涨 7.8 兰特，达到每股 127.8 兰特。

“非洲丰收（African Harvest）”资产管理公司的分析员拉杰·安贝克尔对记者说：“26 日股市上扬，很可能是人们在猜测，刚刚发生在标准银行的事，又要在 MTN 重演了。”

本书点评

2006 年，美国高盛、德国安联和美国运通对工行的收购价格为 1.16 元，上市后不到一年时间，三家外资公司净赚 2,460 亿人民币，投资收益 9.3 倍。股改前引入战略投资者，到底引入了多少国际管理经验？还是为了确保 A + H 成功所做的妥协？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章　ITAT与风险投资:神话还是败笔

一、案情背景

(一)ITAT简介

ITAT集团(International Trademarks Agent Traders,国际品牌代理机构)成立于2004年9月,是目前中国服装百货最大连锁机构,旗下直属员工3万人。它由中联集团海外投资有限公司、美国摩根士丹利、美国蓝山(中国)资本、美国CITADEL投资集团等股东联合投资,在中国大陆开设ITAT国际品牌服装会员店、ITAT百货会员俱乐部和FASHION ITAT(时尚店)连锁商业网络,经营国际时尚品牌服装及百货商品。

ITAT运用先进的会员制营销模式,以贴近大众为经营目标,以超大型的一站式购物场所、休闲的互动式会员专区、富有创意的装修风格、包罗万象的产品系列、体贴入微的服务,一度赢得了广大消费者的认可与信任。成立4年多,在开店速度与开店能力上,ITAT缔造了一个商业史上的奇迹。2004年底,成立仅3个月的ITAT已拥有8家国际品牌会员店。之后,ITAT推出百货会员俱乐部与时尚店,三种业态迅速席卷全国。截至2008年12月31日,ITAT集团已覆盖中国大陆30个省级行政区、317个城市,总营业面积达到166万平方米。ITAT官方网站显示,其在全国消费者中大受欢迎;2005年会员总数是72.6万人;2006年会员总数已经达到350万人;2007年底,其在全国的有效会员达到3000万人。

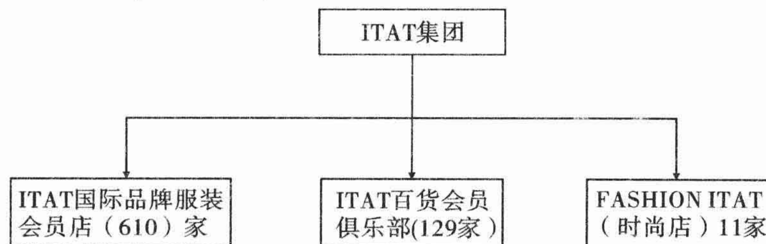


图8－1　ITAT集团下属单店数目(截至2008年12月)

注:数据来源ITAT网站。图中所示数目已扣除关闭店铺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

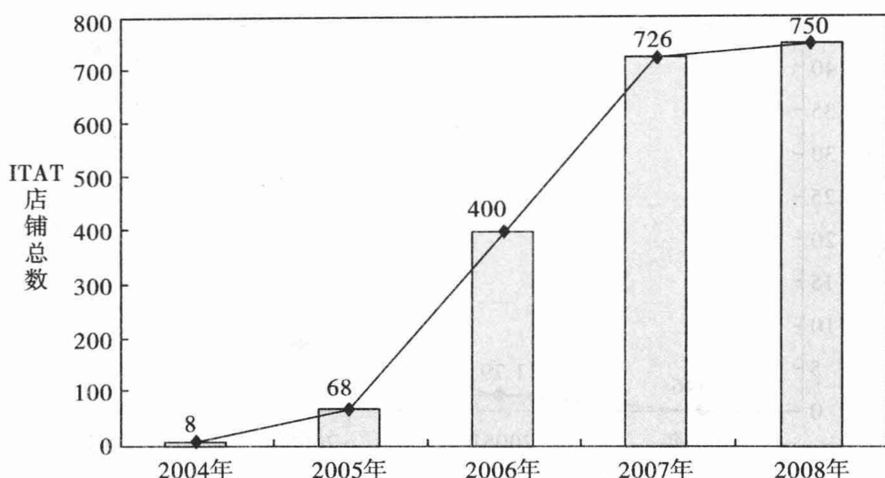


图 8－2　ITAT 的飞速扩张示意图

ITAT 曾经的飞速扩张离不开其独特的商业运作模式：铁三角模式。生产厂家（供应商）负责供货；业主（场地提供商）负责提供物业场所；而 ITAT 则全面负责店面经营管理，并掌握着实际运营实权。这一创新模式大大减少了中间流通环节，降低了营运成本，为消费者带来了实惠，也为 ITAT 带来了神话般的业绩增长。ITAT 2004 年的销售额为 546 万元，2006 年猛增到 7.5 亿元，净利润 7000 万元。2007 年，ITAT 提供给投资机构的数据显示，公司预计销售额可达 42 亿，净利润 10.4 亿元。

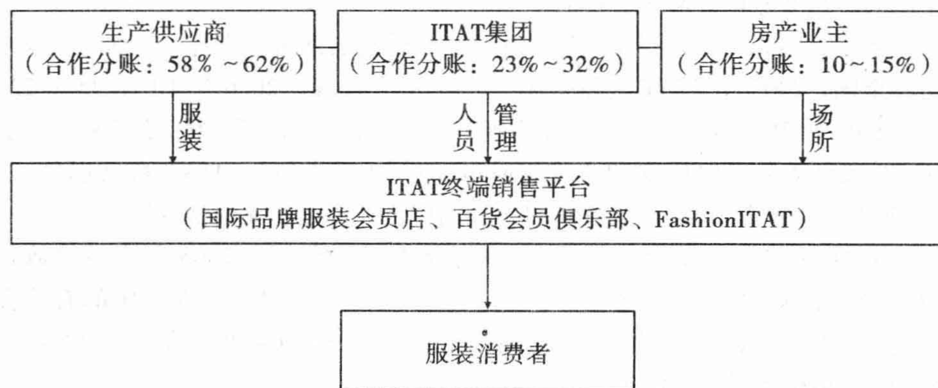
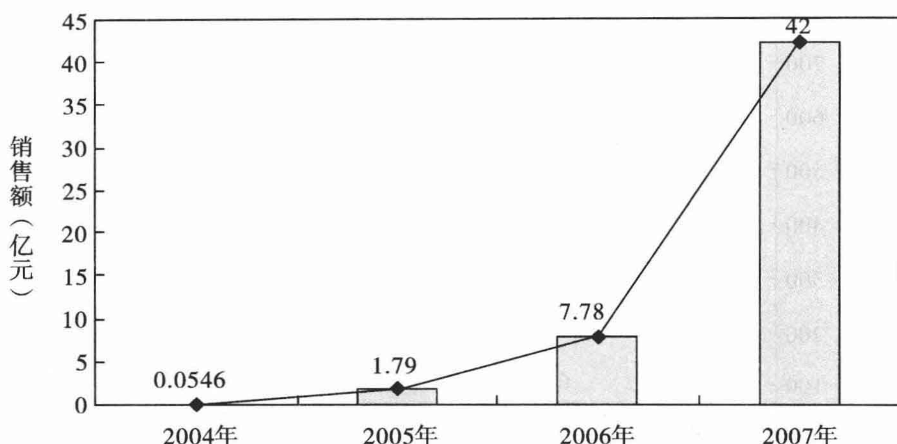


图 8－3　ITAT 铁三角商业模式图

目前，上市未果的 ITAT 正积极寻找新的更为合理的商业模式，开始转型“合作经营＋网上商城”新路——摩根网络 51ITAT 网络商城。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





注:2008 年,ITAT 被质疑,财务数据缺失。

图 8－4　ITAT 曾经神话般的财务业绩

(二)ITAT 之路

1. 成立之初:“疯长”吸引风投目光

2004 年 9 月,深圳地王大厦迎来一个新客户——ITAT(International Trademarks Agent Traders,国际品牌代理机构),一个服装行业的新兵。接着,ITAT 迅速在四川、山西、河南、江西等省二、三线城市开始扩张,截至 2004 年底,ITAT 在全国共开出 8 家国际品牌会员店。

此后,ITAT 又开出了百货会员俱乐部和时尚店两种新业态,三种业态迅速席卷全国。2005 年,ITAT 国际品牌会员店达到 62 家。2006 年 10 月,增至 220 家。2007 年 10 月上旬,ITAT 已在全国范围内开设了 593 家国际品牌服装会员店、70 家百货会员俱乐部和 3 家 Fashion ITAT(时尚店)。ITAT 自己都惊呼,“这种开店速度与开店能力,在世界范围内的商业界是史无前例的”。

据 ITAT 官方网站显示,其在全国消费者中大受欢迎:2005 年会员总数是 72.6 万人;2006 年会员总数已经达到 350 万人;2007 年底,其在全国的有效会员达到 3000 万人。在营收方面,公司资料显示,ITAT2004 年的销售额为 546 万元,2006 年猛增到 7.5 亿元。

ITAT“疯长”的传奇让各路资本朝圣般慕名而来。2004 年 9 月 16 日,ITAT 经资产重组,中联集团海外投资有限公司、欧洲银证远东有限公司、中国亚洲连锁百货有限公司、美华投资(香港)集团有限公司四大新股东加入,合作投资 12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿港元,并于 2006 年向国际配售 2 亿股股票(每股 1 港元),新组建成总法定股本为 12 亿港元的 ITAT 集团有限公司。

当 ITAT 分店发展到 68 家的时候,天使投资人向 ITAT 送出橄榄枝。据悉,曾任 IDGVC 深圳首代的刘中青曾向 IDG 力荐 ITAT,但 IDG"内部没通过",后来刘以天使投资人身份进入 ITAT。

2. 融资历程:从"香饽饽"到"臭馍馍"

(1)第一轮融资:这个项目很火。

2006 年 11 月 21 日,ITAT 与蓝山中国资本在北京天伦王朝饭店举行签约仪式,正式宣布获得 5,000 万美金投资,首笔 2,500 万美金以发行优先股形式进行,每股作价初定为 1.626 港元,另外 2,500 万美金于 2008 年到账。

唐越,前艺龙网创始人,2006 年 3 月与总部于纽约的全球对冲基金 Blue Ridge Capital(美国蓝山资本)共同募集建立蓝山中国资本,并完成首期 3 亿美金的募集。对于唐越投资 ITAT,一位天使投资人用"10 分钟的决定"来形容。对此,唐越曾表示,中国消费品零售业发展空间巨大,有能力的企业将会大有作为。ITAT 拥有非常好的成功条件。"5,000 万美金并不算多,可惜 ITAT 的老板不让我再多投了。"首轮投资结束后,唐越进入 ITAT 董事会。

前后接触 ITAT 的投资方绝不止蓝山中国资本一家。据了解,联想、赛富、优势资本、达晨创投、东方富海等悉数看过 ITAT 这个项目。"这个项目这么火,很多人都知道。"一位投资人回忆。

就在 ITAT 首轮融资结束的当月,各大投行也纷纷向 ITAT 抛来绣球。2006 年 11 月 27 日,美林(亚太)有限公司派董事 Henry Ayliffe 接触 ITAT,"进行融资业务考察"。2006 年 11 月 30 日,摩根士丹利执行董事 Andrew Wise 前往 ITAT 接触欧通国,并考察了 ITAT 深圳地王店,对 ITAT 的运营手法给予高度评价。

早在 2006 年 10 月,高盛(亚洲)执行董事姜山曾到 ITAT 了解情况,12 月 7 日,高盛投行部董事总经理陈林正再次接触 ITAT。12 月 13 日,Citadel Investment Group Ltd. 现身 ITAT。Citadel Investment Group Ltd. 创办于 1990 年,是全球知名的对冲基金。

(2)第二轮融资:多方共同参与。

2007 年 3 月 9 日,几经博弈之后,ITAT 通过增资扩股,第二轮融资很快敲定。除蓝山中国资本外,此次挤进投资方阵容的还有摩根士丹利和 Citadel Investment Group Ltd.,三方均以 3.9 港币/股的价格分别出资 3,000 万、3,000 万和 1,000 万美金;后来,美林(亚太)有限公司又通过其他方式进入 ITAT。据报道,此后 ITAT 最大的股东为中联集团海外投资有限公司,占股 58.335%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从2006年11月21日融资5000万美金(按当时汇率计算,折合人民币约3亿多元),到2007年3月9日签订二轮融资,其间只有约110天。欧通国曾表示,ITAT开一家分店的成本约一百几十万元,那么,以110天开设110家分店计算,共需成本约2.2亿元。即,首轮融资的钱还远没有花完,两三个月后更多的资金被投进ITAT,很快ITAT启动上市进程。

根据ITAT的一篇新闻稿显示,2007年6月ITAT召开董事会,投资方包括蓝山中国资本的唐越,摩根士丹利罗永祥、何霁参加,文中再无提到其他投资方。此时,ITAT大胆宣称,其2007年预计销售收入可达42亿,净利润可达10.4亿。

种种迹象表明,ITAT无疑神话般地成为了众多PE眼中的“香饽饽”。

(3)第三轮融资:上市受阻,ITAT遭遇寒冬。

2008年,注定是ITAT最为难受的一年。坏消息接踵而至。

2008年2月21日,是服装连锁企业ITAT在港交所进行首次上市聆讯的日子。

2月23日,《21世纪经济报道》一篇名为《ITAT进入静默期:奇迹还是骗局》的文章首次在业界对ITAT模式、财务数据和发展前景等进行大胆质疑,令市场哗然。

从此,ITAT被视为“问题企业”,进入更多媒体的视线,也因此导致ITAT裁员、治理不善、拖欠工资等一系列问题被挖出。

2008年3月19日,传出ITAT在香港联交所举行的第一次聆讯中,因商业模式遭质疑未能通过,高盛、美林辞去保荐人头衔。

2008年7月12日,传出ITAT在香港联交所举行的第二次聆讯中,因财务数据遭质疑再次未获通过。

2008年8月14日,《华尔街日报》引述消息人士称,香港联交所收到一封关于ITAT的匿名信,后者被举报存在虚增销售数据等不当会计行为。

2008年10月,传出ITAT部分门店开始大幅度裁减人员,资金链出现危机。

2008年11月22日,PPG创始人兼CEO李亮被曝携款潜逃,引发业内对传统服装领域的创新模式是是非非的热议。

至此,ITAT这个曾经的“香饽饽”变成了“臭馍馍”。虽然ITAT试图通过转型力挽狂澜,但再次融资未果的事实与风投闻风而逃的惨状说明,ITAT寒冬远未结束。能否找到新的投资商,以解资金燃眉之急,关乎其生死存亡。有报告指出,ITAT2008年预计关店率达到25%左右,若从2005年算起,到2008年,ITAT年均关店复合增长率为74.6%。

ITAT的模式曾被一些投资人奉为经典。比如,刘中青就是ITAT模式的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"超级粉丝"。但上市风波再次表明,利益与风险伴随。业绩的奇迹增长一旦被证明是泡沫,PE 们将得不偿失,身陷 ITAT 困境而不得自拔的唐越等滋味如何,我们也不得而知。然而,从某种意义上讲,没有 PE 的介入,也就没有 ITAT 的今天。ITAT 的由盛及衰,可以给我们启示:模式不是万能的,VC/PE 也不是救世主;抓住行业本质,才是最关键的。

泡沫,终究是会破灭的。ITAT 的泡沫神话何时彻底破灭,让我们拭目以待!

二、各方观点汇集

(一)《21 世纪经济报道》(2008 年 02 月 25 日):ITAT 进入"静默期":奇迹还是骗局

2008 年 2 月 21 日,香港大型国际品牌服装、百货连锁机构 ITAT 集团在香港联交所进行上市聆讯。

据了解,目前正在积极准备登陆香港联交所的 ITAT,拟融资约 10 亿美元,由高盛、摩根士丹利、美林及德意志银行担任其 IPO 担保人。而此前,参与 ITAT 融资的有多家国际知名投资机构,包括美国摩根士丹利、美国蓝山(中国)资本、美国 CITADEL 投资集团、美林(亚太)有限公司等。

ITAT 的 ITAT 的官方网站显示,除上述 4 家投资机构外,ITAT 背后还另有 4 家股东:中联集团海外投资有限公司、欧洲银证远东有限公司、中国亚洲连锁百货有限公司、美华投资(香港)集团有限公司。

神话? 骗局?

从以往的媒体报道资料看,无论是天使投资人还是风险投资人,以及对 ITAT 感兴趣的风险投资人,在评价 ITAT 时,谈得最多的就是 ITAT 的模式。天道并购网 CEO 俞铁成对记者表示,"捆绑分成、轻资产销售模式是它(ITAT)最大的亮点。"某本土 VC 也向记者表示,ITAT 的模式"有让我兴奋的地方"。

欧通国首创了 ITAT 模式:"服装生产商 + ITAT 集团 + 商业地产商"的铁三角联盟和利益共同体。由服装生产厂商(供应商)负责供货;商业地产商(物业)负责物业场所的服务;而 ITAT 只负责门店的装修及经营管理,并且拥有收银控制权和人员管理权。

这种轻资产模式可以做到"零货款、零场租、零库存",即 ITAT 向上游的供应商进行代销,而不用提前支付货款;实行浮动场租,根据每月的销售额,按比例跟每个商场结算,而非事先签订租赁合同;由供应商承担库存压力和物流配送费用,不承担库存风险。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ITAT 模式发展迅速,“快得令人咂舌”。

据 ITAT 官方网站显示,截至2008 年1 月30 日,ITAT 已开设9 家 FASHION ITAT,123 家百货会员俱乐部和651 家连锁会员店。

某知情投资人表示,ITAT 曾创造过1 天在全国开52 个店的纪录。从数额来看,ITAT 的销售增长也是惊人的,2007 年,“公司提供给投资机构的报告预计销售额可达42 亿”。ITAT 李良明在一次公开发言中表示:“2008 年(ITAT)完成在全国开设1100 家国际品牌服装会员店,上市市值达100 亿元的目标。”

但是,随着 ITAT 的不断壮大,也出现了一些质疑声和批评声:某机构 CEO 认为,“(ITAT)这种模式很容易复制,”而且“任何一个商业模式不可能让一家来独享这种利润,这个是不符合商业逻辑的”;同时该 CEO 还向记者举了 PPG 的例子,并表示担心 ITAT 会面临被复制的风险。

一个本土 VC 也向记者表示,“如果今后(ITAT)的模式在创新方面做得不够的话,完全依靠现有的思路,持续做下去的可能性是值得思考的。”国内某知名投资机构人士也告诉记者,服装不仅满足人的基本需求,服装品牌还代表一种文化,而“ITAT 打造的只是商场品牌,而不是服装品牌”。同时,还有投资人表示,ITAT 的发展速度快到让人不相信的地步。据说,ITAT 曾给潜在投资方提供过年利润增长10 倍的预测数据。

“一个年利润增长10 倍的公司,是我从事投资多年来几乎从未遇见过的。”一位投资人士认为,“ITAT 的业绩增长如果确实是真的,那它就是一个奇迹,ITAT 会超过国美、苏宁,成为一个零售巨无霸,而欧通国也将肯定成为中国首富;否则,就是一个大骗局。”

不过,ITAT 集团在国内的业务基本上通过深圳市摩根国际品牌服装会员店有限公司进行,这种业务交易结构下数据的可靠性曾令一些投资机构望而止步。“尽职调查也没办法一层层做到底。”

ITAT 究竟是奇迹还是骗局,还有待时间的检验。

(二)《华夏时报》(2008 年3 月31 日):ITAT 将进入上市招股期,蓝山资本等风投有望退出

由著名风险投资人唐越领衔的蓝山资本,以及摩根士丹利、CITADEL 投资集团联手投资的 ITAT 公司3 月28 日发布2008 年发展规划,计划2008 年使门店数量扩张到1100 家,并且预计完成在香港上市。

但在 ITAT 极速扩张的同时,同样面临着诸多挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 极速扩张面临挑战

ITAT 的商业模式看似复杂其实比较简单,它是整合“服装生产商—ITAT 集团—商业地产商”为一体的发展模式,对于 ITAT 来说,通过这种模式可以实现“零场租、零库存”,从而快速在中国发展门店。

“目前中国还没有一家全国性的服装分销渠道,这是蓝山资本投资 ITAT 的原因。”蓝山资本创始人、前 e 龙网创始人唐越表示。

由于抛开了库存和物流基地,因此 ITAT 开一家新店的资金压力就很小,所以截至 2007 年,在短短 3 年时间内,ITAT 的门店数量由一家变为 722 家。

不过,ITAT 在发展过程中并非没有挑战。它在品牌建设方面也没有多少特色,而供应商的质量也相对不高,产品没有吸引力,门店选址比较偏远,对于消费者的吸引力不够。据记者了解,与 ITAT 同类型的国外企业,比如 H&M、优衣库等国际主流品牌也在向国内扩张,这些打着时尚且平价口号的服装品牌对 ITAT 将是一个很大的冲击。

2. 4 月进入上市招股期

其实,ITAT 的模式也受到了一定的质疑。据记者获悉,ITAT 近期在香港联交所第一次上市聆讯被否决,主要是联交所对于 ITAT 的新的经营模式和开店方式有疑问。

不过 ITAT 对于上市势在必行,因为,ITAT 背后有诸多的国外风险投资,2006 年 11 月,ITAT 获得了美国蓝山中国资本的 5,000 万美元的投资之后,如虎添翼,加快了扩张的速度。2007 年是 ITAT 发展史上的“黄金之年”,3 月,美国摩根士丹利、美国蓝山资本、美国 CITADEL 投资集团联手对 ITAT 进行了第二轮 7,000 万美元的投资。

按照风险投资的运作思路,一般投资一个企业最长的期限是 5 年,在这个期间,一定会寻找退出的路径,而上市无疑是风投退出的最佳路径。“我们准备上市,但是香港联交所的政策太多,所以我们现在不便于说很多上市的东西。”ITAT 首席财务官 JHONSON 表示。

此次 ITAT IPO 保荐人包括摩根士丹利、高盛、美林和德意志,ITAT“天使投资人”原负责人表示,零售业渠道为王,ITAT 的发展模式依然被看好。据悉,按照原定计划,ITAT 此次 IPO 将集资 10 亿美元,并于 4 月初开始招股。

(三)《中国企业家》(2008 年 5 月 29 日):ITAT 上市哗变:上市前保荐人退出

上市前保荐人的退出,加大了外界对这家以“零场租、零库存”的轻资产模



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



式迅速壮大的渠道公司的质疑。

2008 年 3 月，ITAT 上市保荐人高盛与美林相继退出保荐其上市的程序。保荐人在已向港交所递交公司上市申请才出现变更，这在资本市场十分罕见。

按照原计划，ITAT 会在今年第二季度上市，集资金额 10 亿美元。当时它为上市打造了一个"超豪华阵容"，除了选定高盛和美林作为保荐人外，在其承销人中还增加了德意志和摩根士丹利两家知名投行。不过现在这一计划搁浅已成定局。因为保荐人出现变动，加之香港联交所并未通过聆讯，ITAT 必须重新向港交所递交上市申请，同时再排期进行上市聆讯。现在已经时至 5 月，ITAT 还在为重新递交上市申请准备，第二季度上市希望渺茫了。

对此 ITAT 显得很无奈。其执行董事赖美金证实了高盛和美林退出的消息，并严厉指责两家投行未能按照上市时间表完成他们的工作。"当时选择这两家公司作为上市保荐人，看重的是他们的知名度，没有想到会出现这样的事。"赖美金说。

赖美金说的"这样的事"，是指高盛拖延了保荐人材料的上报。"公司赴港上市需要两家保荐人都上报相关材料，而高盛的材料却始终没有准备好。我们数次催促均无结果，为了保证公司上市，只能与高盛中止合同。"

高盛和美林未对这一说法进行证实。

赖美金对 ITAT 继续上市很有信心："高盛和美林退出后，原有四家承销人中的另外两家——德意志银行和摩根士丹利将依旧和 ITAT 合作，不会影响到它上市。"

但是，高盛、美林的临阵退出以及上市遇挫，给 ITAT 带来的冲击肯定仍难以掩饰。资本界对 ITAT 商业模式的质疑或将借此愈演愈烈。

（四）《服装时报》（2008 年 3 月 17 日）：寻找 ITAT 超速发展的神秘按钮

ITAT 模式，不担心对手复制。

来自学院界的专家这样定义 ITAT 之所以成功的商业模式：新、快、和。模式新、拓展速度够快、供需双方合作关系融洽。这三要素互相制约，缺一不可。

一旦一种新的商业模式取得了成功，市场中马上就会有跟风者，如在 2007 年火暴异常的直销衬衫模式，引来了数个跟风者。"有机会，有时间、有经验，成功需要时间，时间用钱买不来的，要做系统，才能发展，系统需要研发"，欧国通说，"ITAT 已经抢占了市场先机，这个时机太重要了，大家都看到 ITAT 目前在享受丰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛的早餐，可能有人也想把早餐搞得丰盛一些，但其实，晚餐才是最丰盛的。”

李伟认为，如果行业中想复制 ITAT 的模式，应该是比较困难的，因为 ITAT 发展到今天也是靠胆量，任何一个模式的发展过程中都要伴随着风险。李伟并不讳言 ITAT 仍然面临风险，比如，需要得到更多的生产商的信任，还有发展速度太快，内部管理滞后于发展速度。对此，集团内部强化培训，和国内多家院校合作开设 ITAT 培训课程，以应对快速发展造成的人才短缺瓶颈。

对于 ITAT 目前商业模式中存在的短板，ITAT 本身也清楚认识到，目前 ITAT 集团为了解决物流配送问题，计划在 2010 年前在全国 30 个省建设超过 20 家大型物流配送中心，而另一项战略举措，就是在开店的同时提升供应商的水准和品牌。据公司相关人士透露，ITAT 已和部分海外零售服装品牌集团签署战略合作协议，为未来进入中国市场的海外品牌建立一条快速通道。而和中国家乐福签署的战略合作计划，使 ITAT 会员店得以进驻家乐福超市的外沿货柜销售。

有业界人士撰文表示：“目前服装行业像 ITAT 这样实行大规模的系统一体化资源整合的尚不多。ITAT 已携资金和管理快速扩大了规模，实现了规模效应和品牌效应，建立起先发优势。在目前服装市场既没有技术性壁垒又没有法律性壁垒的情况下，ITAT 通过前期密集广告投放和培训系统的建设，建立了策略性壁垒，谁想复制这种经营模式，谁就得准备高昂的进入成本，不少潜在竞争者只好望而却步。”

（五）《南都周刊》（2008 年 9 月 8 日）：ITAT 暂停上市 1.2 亿美元血本无归，会让多少人裸泳

每当熊市来临的时候，“老姜”巴菲特的那句名言就会显得格外地呛：“只有当潮水退去的时候，才能看出谁在裸泳。”

这几个月来，国内 VC 业界鸡飞狗跳，但最大的新闻还是关于争议巨大的服装零售业新贵 ITAT 集团。

根据《华尔街日报》的报道，由于在上市申报材料中描述商业模式不清，以及被举报存在虚增销售数据等不当会计行为，导致未能通过港交所的首轮聆讯，ITAT 的 78 亿港币融资计划不得不暂时冻结。

尽管还有二次聆讯的机会，但之前为其“保驾护航”的四大承销商中，高盛、美林已经双双弃守，只剩下摩根士丹利和德意志银行苦苦支撑。

更具戏剧性的情节是，随着前中国证监会副主席、前国家开发银行副行长王益的东窗事发，居然也牵扯出 ITAT 与其千丝万缕的瓜葛。据《财经》杂志的调查，在王氏《和谐社会颂神州》的全国巡演中，“赞助名单中手笔最大者，当属服装连锁企业 ITAT 集团。自今年 4 月 21 日起，ITAT 先后赞助了其在北京、香



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



港、深圳的七场演出，只有最后两场因王益被‘双规’，而不得不临时更改曲目。”

至于这家成立不到 4 年，就开出直营店近 800 家的连锁零售商，是不是在“抢钱”，完全取决于你是否相信——它的创新模式能够“有效地利用中国服装生产加工中的过剩产能和商业地产投资热中带来的廉价场地资源进行‘零风险’扩张”。显然，蓝山资本、摩根士丹利、Citadel 和美林等大牌投资人都是相信的。

但是，尽管他们请了毕马威做审计，AC 尼尔森负责调查 ITAT，但他们是否跟我的同事们一样，多去 ITAT 的店蹲点看一看，再花 98 元办张会员卡，真买几件 YOUNG POLO 牌的衣裳穿在身上。我们一次又一次地看到，ITAT 的卖场里售货员远比顾客要多。而且，它在法国、美国以及中国等注册的 100 多个“国际品牌”（你很可能一个都没听说过，但肯定看着面熟），并没有引发顾客的追捧。

如果，是 ITAT 欺骗了风险投资？

那很可能就意味着 1.2 亿美金的血本无归，并刷新中国风险投资业的头号灾难纪录。此前的纪录是由港湾网络保持的，华平等投资人为其扔掉了 9800 万美金，最后却只收回了中关村软件园里的一幢大楼。

很有可能，ITAT 只是再一次证明了 VC 业那个流传已久的“悖论”：最耀眼的案子，从来都不是成功的案子。

今年年初，美国 August Capital 成员 David Hornik 陪同一批斯坦福大学商学院学生，在中国参加了一个为期 10 天的研究访问，会见了一些公司的高层管理人员，如中国电信（行情，资讯，评论）、阿里巴巴（行情，资讯，评论）、通用汽车中国公司和宝钢以及政府高级官员。

参观完了之后，他决定不加入投资中国的大军。理由有两个：其一，他识别不出几个真正的美式创业家；大多数中国的老板们都已经在一个权钱交易的商业文化中接受过洗礼，并发挥作用。其二，支持一个创业经济的法律系统还处于初步阶段，投资者并没有得到明确的保护。

“在美国，就像一头狮子在你旁边，尖牙利爪，但你们之间隔着笼子保证你的安全。但在中国，这是一个丛林，你和狮子之间没有笼子，如果你没有竭尽全力保护自己，你将会被咬伤。”David Hornik 在自己的 BLOG 里写道。

肯定有人知道，王益和欧通国之间发生了什么，也许只是纯粹的友谊，也许还有别的。也一定会有人知道，那些冷清稀落的卖场是如何为 ITAT 创造出巨额利润的。

套用王朔老师的话，过去有不少骗子成了企业家，而现在有不少企业家是骗子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（六）《第一财经日报》（2008年9月3日）：ITAT模式遭质疑，投资方蓝山资本唐越不作置评

“我不方便对这件事作评论。”电话线的另一端，蓝山中国创始合伙人唐越态度温和却坚决。

昨天，《第一财经日报》致电唐越，“这件事”即指ITAT集团近来裁员事件。唐越表示不太清楚此事。在记者提出想单纯了解他的投资理念时，他反复强调，由于是在“这件事”的背景下，因此不能评论。

“这件事”距离蓝山中国成立时间仅2年。在经历2007年中国创投业的高潮年份后，蓝山中国出了这件令整个行业注目的ITAT上市失利继而大裁员的事件，这对2008年的中国整个创投业而言，都不啻是一个震耳的警钟。

1. 谁“忽悠”了谁

一位曾经考察过ITAT但最终没有投资的机构人士，早在2个月前就对ITAT商业模式提出了质疑。他当时就告诉《第一财经日报》：光是看看店里的人流就知道了，“我们考察过多个城市的门店，每个店都很冷清，没有人流怎么能创造利润？”

上述人士还指出，不光是商业模式，ITAT的内控管理等一系列方面都存在问题，而且，他们认为ITAT创始人欧通国在1990年创立了“金盾”男装品牌并于1998年将其推到香港主板市场上市的过程中，一些手法并不十分规范。因此，他们在考察了几个月以后，选择了放弃。

另据报道，当初唐越在有人第三次向他推荐ITAT时，他迅速作出投资决定。2006年11月21日，蓝山中国资本正式宣布对ITAT进行5,000万美元的投资。

但是这项投资在外界看来，很难分清到底是谁“忽悠”了谁。

在蓝山进入ITAT时，该公司在全国不过200多家门店。ITAT官方数据显示：截至2007年12月31日，ITAT门店数量已经扩张到700多家。一年新开近500家门店，其发展速度不可谓不快。

事实上，唐越进入投资领域后的闪电行动，快得连业内人都咂舌。某投资公司总经理对《第一财经日报》表示，唐越的投资思路是一个典型的投行模式，高举高打、快进快出。

2. “轻”公司模式遭质疑

另一位著名创投机构的投资人则指出，2008年以前，投资类似PPG“轻”公



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司、"快"公司，几乎成为业内流行，但他说，商业模式创新值得鼓励，但作为投资者，最终应该关注商业本质。

"销售服装绕不开三大成本：制造、库存和店铺租金。"这位投资人说，表面看，ITAT 做到了"零库存"、"零租金"，但是它只解决了自己的问题，将三大成本转嫁到别人头上，但是行业总成本并没有发生变化。

"代销解决不了产品品牌和质量控制问题，ITAT 的轻公司模式也没有使行业产业链得到提升。"这位投资人说，品牌、质量和价值链提升才是商业本质，显然，ITAT 的模式对这些根本性问题没有任何贡献，加之走得太急，现在出现问题，他觉得毫不意外。

（七）《证券日报》(2006 年 11 月 23 日)：蓝山中国资本投资 ITAT 集团

日前，私人股权投资基金——蓝山中国资本与大型服装连锁销售企业 ITAT 集团在京举行签约仪式，并正式宣布蓝山中国资本对 ITAT 集团进行 5,000 万美元战略投资，支持其在中国的连锁服装会员店网络的快速扩张。

ITAT 集团董事长欧通国先生说，蓝山中国资本的投资给我们带来的巨大价值，不仅仅是雄厚的资金支持，更有国际市场先进的管理经验，成功的创业经验，以及它在金融、商业等领域的重要战略性资源。

蓝山中国资本创始合伙人唐越认为，中国消费品零售业发展空间巨大，有能力的企业将会大有作为。我们很高兴能够在这样一个绝好的发展时机，成为 ITAT 的成长伙伴，帮助 ITAT 完成其发展战略，成为中国服装零售业的佼佼者。

（八）中金在线(2009 年 2 月 2 日)：半月盈利 10 万，ITAT 过冬新思路

新年伊始，金融危机余威尚在，大多商家节衣缩食，备粮过冬。作为我国服装百货行业的领军企业 ITAT，却有逆势而上的惊人之举，搭建了全新的网络平台——摩根网络 51ITAT 网络商城。在逆境下，依靠 ITAT 的强大品牌优势，半月已经盈利 10 万元，让那些在寒冬中瑟瑟的企业啧啧称奇。

1. 整合优势，服务消费者

2008，众所周知的经济形势，让所有的人都面临着巨大的挑战。在市场各种不确定因素的考验与压力下，以集团董事局主席欧通国先生为首的 ITAT 决策层及时调整战略目标，引进专业人才，重组管理团队，创新营运机制，化困境为机遇，积极寻找销售契点，不但没有受到金融危机的冲击，反而吸引了更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠实会员。为了能更好地实现 ITAT 品牌价值,ITAT 网络商城整合了 ITAT 集团现有全部资源,致力于中国电子商务的全新、全面的发展,把实体商城的现有优势与虚拟网络商城全面结合,全心全意地为消费者服务。

2. 创新是 ITAT 成功的关键

创新求变是 ITAT 发展强大的不二法则,从震惊行业的"铁三角"理论;到创新的"连锁会员制";再到缝纫机搬上柜台的一站式服务理念。ITAT 不仅做到了多个行业第一,更是改变了整个行业思路。在 ITAT 的带动下,人们看到了整个行业的新方向。ITAT 现在又开创了全新的网店模式,将创新进行到底。

网购对于普通消费者而言,已经不是什么新鲜事。而 ITAT 开创的是一种实体店和网店共同发展的新模式。依托实体店高信誉,高知名度,配以网店的方便、快捷。将两种方式巧妙结合,互为补充,又相互促进。

本书点评

卖服装和卖家电有着天壤之别,只要想买家电的人进了苏宁或国美必定要买,只是比较质量、品牌和服务的区别,这笔钱必定要让这个连锁平台赚一部分,至于顾客选择平台里面的哪个家电品牌和连锁企业无关,顾客只能在这个平台里打转转。而服装是个性化的需求,随机性更大,而且服装销售也是多平台的,有大商场、商场也分高、中、低档,各品牌专卖店,还有网络商店。ITAT 花再多的钱打造平台也是白烧钱,顾客还可以换个平台买衣服,还有一点是致命的:这个平台没有整合其他平台的能力。关于平台整合的相关讨论,请参考《平台经济学》、《平台产业分析》。

本书点评

讲故事的高手们以后一定要记住:不要被自己的故事所欺骗,一定要在半梦半醒之间才行,时不时地要迷迷糊糊睁开双眼,看看讲故事的成本和听众,要及时止损出局,否则,就是搬起石头砸自己的脚。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九章 TPG入股云南红

一、案情回顾

（一）云南红简介

被云南人民誉为“红塔山（烟）后又一红（酒）”的“云南红”酒业集团是中国葡萄酒产业的著名品牌，是国家级农业产业化龙头企业，是云南省外资实际投资额最大的农业产业化集团。葡萄和葡萄酒产业是云南省政府重点扶持的生物资源经济产业。省政府对“云南红”酒业集团的发展给予了充分的肯定，并对其前景也寄予厚望，希望她能带动云南的葡萄和葡萄酒产业快速、健康的发展，为云南的“三农”发展和西部地区扶贫脱困做出重要贡献。

1997年6月1日，香港通恒国际投资公司决定投资5000万元与弥勒东风农场合资组建云南高原葡萄酒业有限公司；武克钢在协议书上签字后15天内，超过千万的资金便划进弥勒银行账户；40天后，成套葡萄酒生产设备从欧洲空运到云南；50天后，弥勒葡萄园数千吨葡萄运入工厂；200天后，1998年初，首批云南红干红葡萄酒在市场亮相。这令所有云南人咂舌：一是从来没有见过一个规模庞大的葡萄酒企业在如此短的时间建成投产，二是居然不知道家门口还能生产上好的葡萄酒。

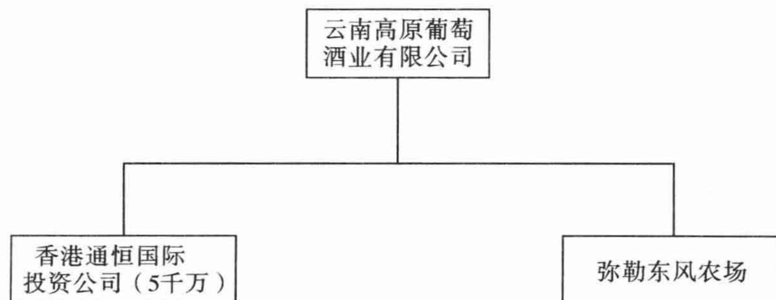


图9－1 云南红酒业集团股东构成情况

“云南红”酒业集团七年发展，成为集种植、酿造和销售为一体的外资企业。其下属公司包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)云南高原葡萄酒有限公司。该公司设立在云南省葡萄资源主要产地的云南省红河州弥勒县,从事"云南红"系列葡萄酒的研发及生产。

(2)云南红酒庄葡萄酒有限公司。该公司设立于昆明市经济开发区,是通恒国际投资的新的酿酒生产线。见图9-2:



图9-2 云南红酒业集团公司组成情况

云南红酒业发展有限公司。该公司设立于昆明市,负责云南红葡萄酒的市场营销,在全国设有7个分公司和14个销售网点。

"云南红"酒业集团的主要管理者是香港通恒国际投资公司董事局主席武克钢先生。武先生毕业于北京北方交通大学,20世纪70年代末在中国改革开放前沿蛇口工业区工作过多年,曾任深圳蛇口工业区的副区长,有着丰富的管理经验。随后,他赴美国密歇根州大学做五年访问教授,目前担任云南省政协委员,云南海外经济促进协会副会长等社会职务。在他的领导下,"云南红"酒业集团通过七年的发展,汇集了一批管理、酿酒和销售人才,组成了一支优秀的企业团队。

"云南红"七年来经历了一个高速稳健的发展历程。从1997年的年生产不足700吨,销售额不到500万,利润不到50万,到2003年的年产1万吨,销售额约2亿,利润约2,800万,跻身于中国红酒品牌的前列(见图9-3)。"云南红"能从一个西南的小酒厂,逐步进入中国红酒的大市场并取得成功,总结下来有以下原因:



图9-3 云南红就业集团运营情况

1.独特的葡萄品种

用来酿造"云南红"的葡萄是一种来自法国的古老品种,名为"玫瑰蜜"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(ROSE HONEY)，这个品种相传是一百多年前由法国传教士引入云南，目前在法国本土已绝迹，但在云南却生长了一百多年。其生长期长，成熟早，种植成本低，特别是香味独特、浓郁，又能酿造出色鲜味美、入口柔和的红酒，宜新鲜饮用，非常符合中国人的饮酒口味。多年来，云南红集团没有采用任何进口散酒灌装，一直坚持用自己种植的葡萄酿造红酒，始终如一地保持了云南红酒的品质和口味。"云南红"以其独特的风味和口感，成为中国红酒界的一朵奇葩。

2. 优良的葡萄种植条件和自然资源

"云南红"的主要葡萄园地处红河干热河谷地带，为目前认定的中国九大葡萄种植区之一。其地处高海拔1600米，低纬度（北纬24度）高原干热河谷地区，属高原性气候，阳光照射充分，气候干燥干爽，日夜温差大，土壤多为红壤和棕壤，极适合葡萄的生长。是唯一不在传统的葡萄适种带（即南北纬度30～50度）内的优良葡萄种植区。也正因为具有这些自然资源的优势和独特种植条件，我们相信云南的葡萄和红酒也必将风靡全国，享誉世界。

3. 成功的品牌推广和市场营销

"云南红"赖以生存、发展的基础在于品牌的构建，即品牌的知名度、信誉度、美誉度和忠诚度。云南红的品牌形象是用云南这片厚重、传奇的红土地上特有的艺术形式——重彩画来传达美与爱的永恒主题，并很快得到市场的承认。同时以云南这个植物王国、民族文化为特色，提升品牌形象。

在市场营销方面，"云南红"充分利用决策快、经营灵活的体制特点，根据企业的生产能力，精心选择重点市场，集中销售力量，逐个占领国内市场。首先立足云南本土，先后开发了四川、贵州、福建、西藏等市场，目前，正在开发广东、湖北、江苏、浙江等市场。目前在云南省市场份额已占80%以上。7年以来企业的产销率达95%以上。企业始终保持产、销平衡的良性发展。

4. 先进的工艺设备和严格的质量管理体系

"云南红"酒业集团在2万多亩酿酒葡萄基地内依照国际标准建立的大型现代化酿造厂及国际水准的葡萄酒酿造设备，有长江以南最大的葡萄酒储酒窖，工厂的年生产能力20000吨（约合2000万瓶）。

生产设备从压榨、灌装机器设备到各种酒泵、输送软管都直接从欧洲引进，确保生产设备性能先进优良；几十个容量达110吨的不锈钢发酵罐也是利用了欧美先进的技术设备，结合国内厂家的先进技术建造而成，无论质量和规模都处于全国同行业的领先地位。在产品的质量管理方面，也有了一套完整的体系。先进的实验室设备和检测工具，对每一瓶酒的出厂进行跟踪检测，确保质量合格。正因为对产品质量的严格要求，"云南红"产品多年来保持住了自己一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贯的风格和口味，得到消费者的一致认同。云南红葡萄酒的产品是云南省质量免检产品，通过了 ISO9000 质量认证，获得过全国消费者评比信得过质量奖。

5. 丰富的葡萄资源和不断开发新产品

葡萄酒素有“七分资源，三分酿造”之说法，也即是说，要酿出好的有特点的葡萄酒必须有好的葡萄资源。“玫瑰蜜”作为“云南红”主要的葡萄品种，在原有三千亩的种植面积基础上，几年来已逐步扩展到近二万亩，确保了产品在不断的发展中，仍有丰富的葡萄资源作基础。与此同时，还引种了法国品种赤霞珠、梅鹿辄，开发出本地品种“法国野”、“水晶”等，这些葡萄资源的不断开发，也带动了葡萄酒新产品的出现，用“水晶”酿造的“水晶干白”获得了国内外专家们的交口称赞、一致认同，也在市场上取得了成功。“赤霞珠”、“梅露辄”等国际流行品种酿造的红酒也逐步推向了市场。

丰富的葡萄资源和不断创新开发的新产品，为“云南红”的发展和成功奠定了坚实的基础。

6. 云南省政府和人民全力的支持和鼓励

“云南红”的发展壮大，一直得到了云南省政府和全省人民的大力支持。云南省政府多年来一直期待发展云南的葡萄产业，但一直没有实质的进展。自从香港通恒国际投资公司在 1997 年投资云南之后，云南的葡萄及葡萄酒产业才得以迅速建立和发展。因此，省政府对葡萄产业的发展也因势利导，给予了很多的税务、财政补贴等优惠政策，以促进葡萄产业像云南烟草业一样，更快地发展成为云南的支柱产业。“云南红”也被省政府推荐为全国的葡萄产业化龙头企业。

7. 前景展望

根据我国葡萄酒行业协会的研究，到 2010 年，国产葡萄酒产量将达到 150 万吨，市场零售总额将达到 250 亿元。而目前我国葡萄酒最大产销量约 50 万吨，中国人均葡萄酒消费不足世界人均水平的 1/5，不足欧洲国家的 1/20。按中国目前的经济增长速度，随着人们生活水平的提高，中国葡萄酒的消费市场日益扩大，其每年自然的增长率都达 20%。因此，这为“云南红”今后几年的发展提供了一个有利的机遇。

“云南红”的产品目前以干型类葡萄酒（包括干红和干白）及柔红类半干葡萄酒为主。每类型产品分有不同的档次。今年，还将开发高度葡萄烈酒和白兰地等新产品和品种。

除云南省占 80% 之外，“云南红”目前在西南省份和福建的市场占有率较高，都在 20% 左右，其他省份还在逐步开拓和发展，有很大的市场潜力和发展空间。

在今后三至五年，“云南红”仍将以干型葡萄酒产品的生产和销售为重点，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



逐步将产量扩展到年生产至5万吨,销售额达到5亿以上。目前正全力开拓广东、上海、北京等重要市场。

除了继续投资红酒之外,香港通恒集团还在云南拓展了两个新的业务增长点,也将对"云南红"集团的业务发展作出贡献。

(1)葡萄酒庄旅游资源。

"云南红"经过七年多的建设发展,目前已完全具备了旅游开发的价值,是国家旅游局指定的工农业观光旅游示范区。"云南红"集团也将通过为旅游者提供一个全新的旅游项目,丰满自己的红酒品牌形象。

(2)葡萄资源后续产品的开发。

国际医学界公认,饮红酒对人体血管硬化及各种心脏病都有很好地预防和辅助医疗作用。因为葡萄酒里含有多种保健及药用成分,如白藜芦醇、植物多酚等天然生物抗氧化物质。我们研究发现,云南的葡萄中,这些成分的含量高,活性强,有非常高的实用和商业价值。因此,我们从酿造红酒的渣料中和葡萄籽中提炼出含有丰富药用成分的葡萄籽油,制成保健胶囊,有软化血管、预防心脏病和排毒润肠的功效。同时,我们已研究试制成功的护肤系列产品还可用于防晒、保护皮肤。这些产品在今后几年里逐步进行规模生产,推向市场。我们相信,这些产品的市场潜力是非常巨大的,也可能再创造出一个"云南葡萄的神话"。

2007年新年刚过,两位具有云南情结的投资家——云南红酒业有限公司(以下简称"云南红")董事长武克钢先生和美国德克萨斯太平洋集团(以下简称"德太")北亚负责人王兟,握手"云南红",正式签订了投资协议——德太投资云南红。2月中旬,德太增长基金第一笔1,500万美元投资,随即汇入了云南红酒业有限公司。按照协议,德太基金还将分期投资助推"云南红"加快市场和品牌的国际化、生产的规模化,实现上市目标。

(二)全球著名私募基金TPG入股云南红

王兟的名字里有两个"先"字,寓意"总能捷足先登"。15岁考上云南大学,20岁赴牛津求学。他认为,CEO对公司最大的贡献,就是策略上的贡献和思想上的领导。

私人股本公司在全球掀起的收购各类产业中大型企业的风潮来势越来越猛,这个群体已成为金融和商业领域的一支巨大推动力量。如今,这股风也渐渐吹到了云南。

从最初接触到第一笔资金到位,前后半年,云南红与全球最大的私人股本集团之一的美国德克萨斯太平洋集团(Texas PacificGroup,下称德太)的融资谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判尘埃落定。记者昨日了解到,德太向云南红投入的第一笔资金1,500万美元(约人民币1.2亿元)已经到账。至于具体入股数量,双方暂时没有透露。

1. 德太:全球最大私募基金之一

可能谁都没有想到,作为与黑石(Blackstone)、凯雷(Carlyle)、KKR等私人股权公司,以及摩根、高盛等投行并列的德克萨斯太平洋集团会将直接对中国投资的第一站选在云南,投在云南红身上。

据了解,这家全球著名的私募基金目前管理着近400亿美元的资金,位居全球500强之列。其实,德太并不是第一次和中国发生联系,就在这两年,由它控股的公司就在中国一手制造了几笔"地震级"交易:一是由该公司控股的美国新桥投资公司收购深圳发展银行大量股份,成为该行第二大股东;一是德太作为财务顾问之一,帮助联想成功收购IBM的全球PC业务。

德太增长基金北亚区负责人王兟向记者介绍,这次实施入股云南红计划的实际是德太旗下的增长基金(TPG Growth),这笔资金在去年秋天开始募集,第一期募资达16亿美元左右。"这笔资金在中国的投资原则是:一次性投资不超过7,500万美元,投资时间3~5年有机会上市的公司。"王兟说。

2. 操盘手:昆明人王兟

说到这里,可能大家都会比较好奇,为什么万里之外的德太会注意到中国西南边陲的一家企业,这就不能不提到此次投资的"操盘手"王兟。正是由于这位金牌投资人的参与,这笔总额达数亿元人民币的投资谈判得以迅速完成。

过去7年,王兟在出任高盛中国执行董事及李嘉诚旗下TOM集团CEO期间频出大手,曾因主持高盛投资平安保险业务震动资本市场;而主政TOM期间,他一系列眼花缭乱的收购,更是使他声名大振。5年时间,他领导TOM先后兼并了40多家企业,将TOM的收入提高了36倍。

正因为这些战绩,王兟,这位在昆明出生,并在昆明一直完成大学教育的投资人,在国际资本市场上获得了"收购狂人"的称谓。去年1月,在辞去TOM后,王兟曾一度淡出公众视野。当年6月他重新被人关注时,其名片上的头衔由"TOM集团CEO"变成"德太合伙人",负责管理德太集团北亚投资业务。

在投资上,王兟有着自己的"偏好",将投资重点设定于单个项目投资规模在500万~7,500万美元之间,而且对于投资项目,"多数都是非控股型,参股资本扮演协助管理的角色"。对于未来3~5年中北亚开展业务的目标,在去年接受媒体的采访中,他只是泛泛而谈,"从事的领域还是蛮多的",包括高科技、制造业、房地产、能源(新能源、替代能源)等。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3.“武克钢控股更好”

这次对云南红的投资也承继了王先一贯的投资思路。

“尽管对云南红的首笔投资高达1.2亿元人民币，但德太并未在云南红取得控股权。”王先说，按德太一般的投资习惯，也喜欢对股权进行控制。但他说服了资本方，中国是一个每天都在变化的经济高速增长的地方。于是，有了德太增长基金的基本定位：持有少数股权、单项投资7,500万美元以下。

王先说，另外两个方面也是德太没有要求控股权的原因：一、云南红现在的管理层能力很强，以武克钢为核心的云南红高层把企业管理得很好；二、德太增长基金做的不是“取代型”，而是“补缺型”的投资，即德太喜欢做的是“你缺什么，帮你做什么”，有点天使投资资金的味道，而不是取代原来的结构。对云南红来说，武克钢处于控股地位，更有利于云南红的成长。

4. 为什么选择云南红

为什么选择投资云南红？王先给出了六大理由：

云南红是一个有自主品牌的、相当优秀的企业——这是第一个理由。王先说，云南红是拥有葡萄种植基地、自己酿制的西南地区最大的红酒品牌。

第二个理由则是云南红符合未来中国经济快速增长的趋势。他认为，中国内需增长很快，尤其像云南红这样的红酒类产品引领着未来的消费潮流，增长空间很大。

市场结构分布良好是第三个原因。“红酒正在细分市场，云南红以前在中档、低档囊括了很大部分市场份额，近年向高端市场发展很猛。从市场占有结构来说，未来的想象空间很大。”王先分析。另外，云南的“地理概念”很好，“你知道吗？云南给外界的印象就是绿色、无污染，这非常符合未来的选择。”

至于说到最后两点，王先更是给予了云南红高度的评价，“这是一家在同行业市场规模达到中国前5位的公司。同时，我本人比较喜欢做‘嫁接型投资’，进入后带入资本、管理或别的经验，而云南红则是一家有各种机会有国际资本进行嫁接的企业。”很显然，云南红在行业内的地位是德太无法抗拒的一个因素。

(三)融资后云南红的发展规划

武克钢和王先双手一握，握出“云南红”未来辉煌的十年。“云南红”未来的路会怎么走？两位投资家谋划了三步棋：

1. 规模化发展

继续扩大“云南红”葡萄基地的种植规模，产品生产能力从目前的1万吨增至1.5~2万吨。建立“云南红”在全国的销售网络，扩大“云南红”的市场份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加快高端产品的开发速度，抢占高端市场。进一步加强产品的质量体系建设，不断提升“云南红”的产品质量。

2. 品牌国际化

过去的10年，云南红实现了做产品、打市场、创品牌的目标，新的10年，在资本国际化之后，国际化是云南红新的目标。云南将在国际化人才引进、技术力量更新、财务和管理上向国际化迈进。不排除云南红通过并购国外知名红酒品牌加速国际化的可能。

3. 实现上市目标

继续吸引国内外知名投资机构作为投资者加入，通过“嫁接型投资”实现股权多元化，加快实现上市目标。上市将是云南红完善自身管理的良机，这将使它更加符合国际化潮流，是云南红由民营企业向国际化公司迈出的关键一步。和很多中国公司海外上市一样，上市将引入一个外部力量对云南红的监管，用外部力量的压迫完成自身管理方式的变化。

二、媒体观点

（一）《生活新报》(2006年11月24日)：云南红：品牌是“1”资源是“0”

云南红对品牌的认识无比深刻，它对品牌的追求也更为持久和坚韧。尽管，在其品牌开拓的道路上充满辛酸和悲壮，但最终它如愿以偿，成为了中国名牌。武克钢总结云南红成功的奥秘时说：“以创名牌为战略目标、以发挥资源大省后发优势为动力，将资源优势转化成为品牌胜势。”

1. 同样的农场别样的品牌

东风农场——这个近3万亩的葡萄种植园，坐落在云南省弥勒县郊区，它是云南红现在主要的葡萄种植基地。东风农场的葡萄种植历史，比云南红早多了。早在上个世纪80年代初，东风农场就开始种植葡萄了。80年代初，东风农场被国家农业部指定为全国4个葡萄酒定点生产基地之一。那时东风农场也酿造葡萄酒，不过不是“云南红”，而是“石林牌”葡萄酒。

当时的东风农场，缺钱、缺技术、缺人才。葡萄酒厂酿不出酒，酿出来的酒也没销路，生产出来的“石林牌”葡萄酒，还不如“石林牌”胶鞋畅销。因此，东风农场酿葡萄酒多少年，就亏损了多少年，农场在1996年底，负债高达3,000万元，濒临倒闭的边缘。

然而，东风农场很快就迎来了历史性的转机。1997年6月1日，香港通恒



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国际投资集团收购了东风农场酿酒厂，投资5,000万元与东风农场合资组建了云南高原葡萄酒业有限公司，并创建了“云南红”这个品牌。

2. 要做“中国名牌”被认为是笑话

云南红创建初就提出要做“中国名牌”葡萄酒，要实行品牌战略。这样的目标，对于亏损了几十年的小酒厂，在那时被很多人认为是一个笑话。但云南红自有它的一套看法。在云南红公司内部流传这样一句话：“品牌是‘1’，资源是‘0’，有了品牌这个‘1’，资源的‘0’越多积数越大；缺乏品牌立在前面，资源永远只能是‘0’。”

欲做品牌先做产品。收购协议书签订后，香港通恒投资集团公司董事长武克钢花了数千万元资金从法国、意大利购买了成套的葡萄酒先进设备，还邀请法国权威酿酒师和我国著名的葡萄酒专家，对云南红进行技术攻关。同时，厂房、厂区绿化的改造，员工的上岗培训，设备的安装调试等工作都同步展开。

云南红向社会承诺，每瓶云南红都将是百分之百的云南优质葡萄酿造。不到半年时间，1998年1月19日，第一批7000瓶云南红，在当年春节前夕正式上市。

3. 大搞活动营销助推品牌拓展

为尽快推广“云南红”品牌，开拓销路，在全国铺开了一张营销网络，云南红想了很多独特的销售策略。

大理的“洋人街”红酒市场比较成熟，在那里的外国人、中国人都爱喝红酒。云南红决定以此为突破口，重点开发大理市场。在大理，营销人员请当地人免费喝云南红，慢慢打开了销路。随后，云南红在昆明14家歌舞厅举办“云南红之夜”专题主题晚会。此后，云南红还在大理、保山、西双版纳等州、市的娱乐场所，也举行了“云南红之夜”、“千禧年云南狂欢夜”等营销活动。慢慢地，越来越多的人开始接受云南红。

同时，云南红还在北京、重庆、四川、福建、广东、山东等地建立了销售分公司、办事处。

云南红在市场上取得了不错的销售业绩，但也有翻船的惨痛教训。其中，广东市场代价最为巨大。用武克钢的话说就是：“那是灾难性的，都没法讲！”1999年、2002年和2003年，云南红曾三次试图打开广东市场。但在2004年，云南红最终选择全面撤退。

据说，云南红要进当地一个普通中小超市销售，入场费就要100万，进一个夜总会要几百万。卖出的酒的总额还不够给人家付进场费。在广东，云南红损失了几千万。武克钢把教训归结为广东市场的无序竞争，他还悟出与其这样，还不如巩固原来几个稳定市场才好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今,云南红酒业有限公司已经有9个年头了,其年产量已达到1.5万吨,年销售额接近两个亿,已占据云南红酒市场85%的份额,营销率在95%以上。此外,还销往贵州、四川、福建等周边省份,对泰国、老挝等东南亚国家有一定的出口量。

2005年,云南红被评为中国名牌。武克钢曾说,这是他最骄傲的事情。他总结云南红成功的奥秘时说:"以创名牌为战略目标、以发挥资源大省后发优势为动力,将资源优势转化成为品牌胜势。"

(二)《21世纪经济报道》(2008年1月18日):TPG1500万美元入股云南红

近日,全球三大顶级投资机构之一德克萨斯太平洋集团(TPG)的1,500万美金到账云南红酒业集团,这是其在华直接投资的第一单业务。

TPG是全球知名的私人股权投资机构,对一家区域性的二线葡萄酒品牌进行注资,这在国内酒业是第一次。

作为香港通恒集团的董事长、这笔投资的直接引资人武克钢在本报记者采访时称,"短期内,云南红不急于上市。"

武克钢说,TPG对云南红的注资,应该说和TPG的合伙人、TPG增长基金北亚区负责人的王兟有一定关系,"我个人和他私交不错,但这不是关键。"

武表示关键在于,TPG掌管的社保基金,属于追求稳定投资回报的基金,而云南红恰恰符合它的要求。

"首先是葡萄酒酒产业增长空间大。国内人均葡萄酒消费量低,葡萄酒市场成长迅速,具有较大的潜力。这一点表现在投资领域,如张裕、长城和王朝,市盈率都已达到了一个较高值。其中张裕在年初时的市盈率便已经超过40倍,在香港上市的王朝市盈率也在35倍以上。"武克钢说。

然而,国有的几家大的葡萄酒企业中,有3家已经上市,不太容易再进行投资。而云南红是一家市场规模达到中国前5位的企业,TPG的评价认为:"区域性企业做到这样规模已经很不容易了。"

"葡萄酒利润高也是原因之一。全国葡萄酒行业平均利润率在10%左右,而云南红作为产量规模超过万吨的20多家葡萄酒企业之一,利润更高一些。"武说。

王兟曾对外界表示:"红酒正在细分市场,云南红以前在中档、低档囊括了很大市场份额,近年向高端市场发力。从市场占有结构来说,未来的想象空间很大。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



武说，按照协议，1,500 万美金到位后，主要用于基地的扩张。目前云南红在云南弥勒的基地面积近 3 万亩，还要增加，种苗方面也要引进新的酿酒葡萄，使之成为全世界最大的高原葡萄园，但并没有规定具体的投资回报期和回报率。

云南红作为区域性品牌，目前占据了云南市场 70% 的市场份额，以及整个西南市场的前三名。在主攻全国高端市场方面，云南红正在推行一个叫“风云酒行”的销售计划，尝试着建立利用资本把经销商的利益捆绑在一起的做法，但没有刻意的销售目标。

和其他国际性的投资公司一样，TPG 更看重的是收益，充当的是资金管理角色。TPG 已派人进入了云南红董事会，但不会涉足企业内部经营。保持原来的经营团队也是当时双方谈妥的一个内容。

“接下来，云南红的股权比例也会有一些变化，但控股权仍然在通恒手里，云南红只是引资，而不是卖企业。”武说。

至于以后是否再引资，武克钢说，云南红还没有考虑，立足自身发展。截至目前，通恒集团对云南红的滚动投入已达 4 亿元，目前还处在投入阶段。

众所周知，投资公司在蒙牛、双汇等食品行业均实现了投资套现，那么，云南红有没有具体的上市计划？

武克钢说，云南红没有刻意追求上市，顺其自然，没有明确计划，媒体之前报道的三五年上市目标并不实。

（三）《华夏酒报》（2008 年 7 月 20 日）：风投 TPG 助推云南红，发展高端分割中国白酒市场

向来敢说敢干、个性鲜明的著名企业家——云南红酒业有限公司董事长武克钢又出惊人之举。继去年 3 月，美国德克萨斯太平洋集团（TPG）过亿资金注资云南红后，近日又在国内葡萄酒业界率先推出中国首支葡萄烈酒——“高原魂”葡萄烈酒。

武克钢说，高原魂将向国内白酒产业叫板——“目前国内白酒市场容量超过 1,000 亿元，高原魂葡萄烈酒只要从中瓜分出一部分消费人群，也将是惊人的销售量！”业内预计，中国首支葡萄烈酒的出现，不仅将形成一股酒业新潮流，更将有望做强一个新产业。

1. 高原魂大打健康牌

所谓葡萄烈酒，就是用葡萄作为酿酒原料酿造出来的高度酒。云南红酒业有限公司品牌中心工作人员介绍，高原魂葡萄烈酒是采用 100% 高原浓缩葡萄汁发酵而成，在原料和酿造工艺上就区别于采用粮食酿造的白酒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高原魂选用葡萄作为酿酒原料，可以通过酿造工艺将葡萄汁内的葡萄糖直接发酵成葡萄酒精，饮用后不仅不会伤身，而且还具有众多保健作用，如开胃健脾、防治心血管病、养颜益寿等。

“作为中国第一支葡萄烈酒，它的诞生可谓是十年磨一剑。”云南红酒业有限公司总酿酒师张宁介绍，起初大家都认为生产这支酒不会太难，可真做起来才发现困难重重。“从 1999 年起，我们就开始研制这款葡萄烈酒，其中经过众多研试，例如，口感的调和、酒体色泽的清亮度、葡萄果肉沉淀的去除等。可以说，它是中国第一支具有独立知识产权的葡萄烈酒。”

2. 云南红分割白酒市场

近几年，我国葡萄酒消费大幅增长，但是与传统的白酒相比，仍然是一个小酒种。目前葡萄酒在中国的消费量每年仅约 50 万吨，白酒虽已步入疲软期但仍然保持每年高达七八百万吨的销量。

武克钢算了一笔账，抢占百分之一的红酒市场太累，而到高档白酒市场里，拿到千分之一就很舒服了。据悉，国内白酒市场容量每年超过 1,000 亿元。白酒市场的千分之一，就是 1 亿，对于新面市的高原魂葡萄烈酒来说，这已是相当骄人的销售业绩了。

对于武克钢所率领的云南红而言，高原魂的推出，不仅仅是新增加一个产品而已，它体现了云南红对于未来产业、市场谋划布局方面的深远战略意图。

对国内市场来说，烈性葡萄酒还是一个全新的产品，它既是葡萄酒的一种“变异”形式，又具备向白酒市场叫板的实力和潜力。这一块，总体来说，还是一个市场盲点。

它的深度切入，不仅为云南红产品提供了一个独特的卖点，使之区别于国内葡萄酒行业的其他领军品牌，还在未来市场竞争中先拔头筹。精心准备多年之后，高原魂的一举推出，无疑已经占据市场高位——为后来者制订游戏规则，引领消费者的先机。

3. TPG 助推发展高端市场

“风投不是慈善家，我们只做高风险高收益的事情，而对于云南红的投资，我可以说是做了件高收益低风险的事。”昆明籍投资家、TPG 增长基金北亚区负责人王兟在电话中对记者说：“市场结构分布良好是当初选择云南红的一个重要理由。红酒正在细分市场，云南红以前在中档、低档囊括了很大的市场份额，近年向高端市场发展很猛。从市场占有结构来说，未来的想象空间很大。”

据了解，国产葡萄酒目前正在逐渐提升产品层次和价格，但碍于人们对葡萄酒产品的固有认知，目前常规的国产葡萄酒终端的价格一般不超过 300 元/



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



支。而高原魂葡萄烈酒的价格可以与高端白酒相比高，其价格高达 800 元/支之上，这就为葡萄酒企业丰富产品线，实现高端占位提供了便利条件。

(四)《中国市场》："云南红"还能"红"多久

自 1998 年问世以来，云南红的发展一直都比较顺利。短短几年间，云南红先后获得了"国宴用酒"、"中国名牌产品"、"红塔山后又一红"等诸多称号。人们不禁疑问：云南红是否进入了蜜月期？

1."成功"背后危机潜伏

2000 年 10 月，"云南红"被指定为钓鱼台国宾馆国宴用酒；2005 年 9 月，"云南红"又跻身中国名牌产品称号。一时间，"云南红"成了许多人关注的对象。但"云南红"真的成功了吗？

先让我们看几组数字。"云南红"固定资产近 4.8 亿元，年销售收入近 2 亿元，为国家和地方贡献税金累计达 1.6 亿元。而红塔集团仅 2004 年 1 月到 4 月，其本部卷烟企业生产卷烟就达 69 万多箱，实现税利达 58.9 亿元。从这里可以看出，"云南红"根本不能与红塔同日而语。

成功永远是相对的。有些企业表面上发展很快，其实危机四伏。就像三株、巨人、美国的安然，这些企业充其量只能说曾经辉煌过。巨人老总史玉柱凭 4,000 元起家，演绎了一个一年成为百万富翁、两年成为千万富翁、三年成为亿万富翁的神话。就在人们为巨人的成功欷歔不已时，巨人急转直下，迅速走向衰亡。

"云南红"作为一家依托云南优势资源迅速发展起来的企业，近些年的确取得了一些成绩，但这里面也有外部环境因素的作用。武克钢进军红酒业时，云南红酒市场年消费量还不足 2000 吨。目前，"云南红"虽然挤入了中国名牌行列，但实际上"云南红"的品牌还十分脆弱。静而观之，"云南红"还有很长的路要走。

2.品牌定位模糊不清

一个成功的品牌都应该具备一个清晰的品牌形象。万宝路香烟刚上市时，由于带过滤嘴且焦油含量较低，被人们误认为是"女性香烟"。李奥·贝纳接手公司后，为万宝路引入"男性文化"因素，用美国牛仔作为品牌形象代言人来宣传产品，将其定位于勇敢的带有自由主义精神的男子汉的标志。终于，万宝路成功了。可见，品牌形象定位在销售中的作用是关键的。然而，"云南红"的品牌形象定位却一直都很模糊。

其一，"云南红"极力倡导自己是云南高原的优质葡萄酒，以云南特有的民族文化和民俗风情作为其产品形象的基本标志。它想展现给消费者的是一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

云南高原产出的优质葡萄酒形象，但它又极力从资源、工艺、管理等多角度与法国红酒“攀亲戚”。这很容易让消费者产生困惑：“云南红”究竟是土生土长的“阿黑哥”，还是法国红酒的“混血儿”？

其二，“云南红”一直以本土文化的神秘和法国文化的浪漫作为品牌形象的核心，推崇高贵和典雅的品酒理念和酒文化。显然，“云南红”定位于高端市场。高端意味着高价，可事实却不这样。不论从包装还是从价位，“云南红”更像是一种中低档红酒。虽然市面上也有几百元一瓶的“云南红”，但是更多的消费者认识的是二三十元一瓶的云南红酒。

品牌形象设计应重点突出本身特色，以达到让消费者过目不忘的效果。如服装业名牌“金利来”，“男人的世界”之地位已不可动摇，以至于广告业人士在为服饰广告创意时，再也不敢用“男人”两个字，否则即令人想起“金利来”而帮人家做了宣传。可“云南红”却走了相反的路。目前，云南高原已经冒出了许多打着云南高原优质葡萄酒并以云南少数民族风情为品牌卖点的葡萄酒企业。随着这些企业的崛起，“云南红”以云南地域风情为卖点的品牌定位显然已经不再具有唯一性。以打造民族文化特色为“王牌”的“云南红”虽然在西南市场表现不俗，但在失去了鲜明的品牌个性后，最终能否被民众所接受，尚待考验。

自从“年份酒”的内幕被踢爆，中国葡萄酒行业内一时出现了“老树葡萄酒”热，而且一家比一家胆大。“云南红”在 2005 年 9 月推出了“老树葡萄 1968”。虽然“云南红”称这是 1968 年(甚至更早)栽下的葡萄老藤，还像模像样地公布了一些数据。但为何“云南红”的“老树葡萄 1968”前几年没有推出，偏偏在“老树风”劲吹时推出？众多媒体和消费者不免产生质疑。

品牌形象是品牌个性的综合文化反应。企业在树立品牌的过程中切忌盲目跟风，而要注意狠抓自己的特色。

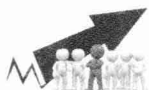
3. 资源定位目光短浅

“云南红”集团的酿酒葡萄定位为云南高原的优质葡萄，可见“云南红”卖的是地域特色。

但“云南红”宣传却有些离谱儿，甚至可以说目光短浅。“云南红”声称云南红酒业公司出品的“水晶干白”葡萄酒，每天采摘半径 15 公里以内带着晨露的葡萄入榨，平均每 100 颗葡萄仅精选 30 颗，比欧洲著名干白葡萄酒产区的要求还要高。如果这样：“云南红”要想扩大规模，就要每隔 30 公里就要建一个酒厂；每 100 颗葡萄仅精选 30 颗也限制了“云南红”的发展。“规模经济”是任何一个企业在发展壮大过程中必须跨越的一道坎，“云南红”已将其资源定位限定在了云南，而云南的葡萄园本来就不多，再加上“半径 15 公里”、“每 100 精选



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



30”等诸多限制，这种资源定位不是作茧自缚又是什么？

4. 渠道策略背道而驰

“云南红”进入市场采取的是自建渠道策略。尤其是在云南市场，占地利因素的“云南红”采取了买断酒店和卖场，控死终端的做法。但买断终端的做法会给人一种不正当竞争的嫌疑。从另一个角度看，即便控制终端的做法是正当合理的，“云南红”现有资源又能够控制多少个终端？在买方市场条件下，企业如果不是靠质量和品牌取胜，走其他的路子最终只会失去顾客，丢掉市场。

上海剑南贡酒业销售有限公司董事长甘绍玉认为，21 世纪，品牌商主张“我的品牌我做主”，其核心竞争力是拥有强势品牌；经销商坚持“我的渠道我当家”，其核心竞争力是拥有庞大销售网络。“云南红”败走福建，退出江苏、浙江市场，就是因为进入了不该进入的渠道领域产生的必然结果。因此，一个优秀品牌商应该做的是全力打造自己的核心竞争力，建立强势品牌，而非越俎代庖去做核心能力范围之外的事情。

现代社会，分工与合作达到了前所未有的深度和广度，企业将非核心业务外包正成为一种趋势。如此看来，“云南红”做终端，即便在一定时期发挥了作用，但终究只是权宜之计。

5. 混合多元化招来风险

“云南红”着眼于整个葡萄产业，目前已形成由云南高原葡萄酒有限公司、云南红酒业有限公司、云南高原品种策划有限公司等数家企业构成的产业集团。此外，云南红也开始涉足旅游业。武克钢的想法似乎不错，但试问：“云南红”具备多元化的条件了吗？

多元化经营的第一个条件是业务的相关性。“云南红”一个年销售收入不足 2 亿元的企业，要想同时在多个经营差异悬殊的非相关行业进行跨行业经营，经营风险必然是叠加的。况且，制药、生物资源开发都是前期投入成本高、投资回收周期长的行业，“云南红”根本没有足够的人、财、物力资源来支撑。

多元化经营的第二个条件是企业核心竞争力的共享性。但“云南红”除了资源优势，其他什么优势都没有。资源优势并不符合核心竞争力的基本特征，因此它不可能成为“云南红”的核心竞争力。

多元化经营的第三个条件是良好的成长性。杰克·韦尔奇曾经说过，如果在一个领域不能做到第一或第二，就无法规避风险，就不要进入这个领域。“云南红”涉足的酿酒、制药、旅游开发、生物资源开发，在我国都是竞争激烈的行业，良好的成长性几乎无从谈起。

“云南红”偏安西南一隅，得到了一些奖杯和称号。但是区区几个奖杯和称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

号能够说明什么呢？一个企业必须具有强烈的忧患意识，勇于开拓的进取精神，精心培养品牌的持续动力，才有可能成为百年品牌和世界名牌。

本书点评

对于一个婴儿期的企业来说，搞多元化无益于自杀，自不量力。糟蹋了一个一百多年的好故事脚本。从行业发展的角度来看，“云南红”在中国的葡萄酒市场应该有一块天地，中国那么大的市场，不能只有长城和张裕这两个顶级品牌，容纳三四个顶级品牌应该不成问题，就看管理者如何运作这个品牌了。随着国人的生活水平提高，人们的保健意识更强，葡萄酒的竞争性更强，其市场份额会逐步加大，还没算出口市场，所以葡萄酒行业有很大成长空间。“云南红”最大的优势是有一个一百多年的好故事，或者说是好题材，讲好它是要精心策划、重金铺路，纳入浪漫元素、塑造尊贵形象。风险投资要不断地加大投入。高端白酒品牌太多，而葡萄酒就没有这个麻烦。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十章 安费诺

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

安费诺集团(Amphenol Corporation)成立于1932年,最初是美国联合信号公司(Allied Signal)的一个部门,于1987年分拆出来,以4.39亿美元的价格出售给Lawrence J. DeGeorge先生。DeGeorge在收购后一直担任公司主席,并于1991年将公司在纽约证券交易所上市。上市后,DeGeorge家族合计拥有安费诺约30%的有投票权股份,为第一大股东。

1984年进驻中国。安费诺实施全球化的战略方针,在全球电信市场、手机市场和数据交换市场都是遥遥领先的供应商。安费诺公司(纽约证交所:APH)在美国《商业周刊》"2005全球IT企业100强"中排名第60位,是世界著名的接插件制造商,产品主要用于通讯、有线电视、商业和军事航空电子,其子公司Times Fiber是世界第二大有线电视同轴电缆生产商。

公司主要产品应用于通信及信息处理领域,包括有线电视、移动通信、数据交换、信息处理系统、航空、军用、汽车、铁路及其他交通和工业领域。

Amphenol在全球实施本地化战略,共在全球设立80多间工厂及100多个销售办事处,直接为各大洲的客户提供产品和实施本地化服务。

在全球接插件领域处于领先地位:

(1)有70多年的历史,并在纽约证券交易所上市;

(2)全球销售额已经达到24亿美元;

(3)全球雇员已经超过30000位;

(4)多样性的产品结构;

(5)在所在领域处于领先地位。

在手机通信领域有很强的竞争力:

(1)支持所有的手机基础结构标准;

(2)产品被应用在全球一半以上的手机上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为提供完整的解决方案：

(1)在高速互联技术领域处于领先地位；

(2)是唯一一家能提供综合性产品的公司。

宽带通信数据集中处理系统：

(1)全球第二大高频电流网络用同轴电缆的制造商；

(2)提供完整的连接方案。

最近安费诺集团财务现状如下表：

表 10-1 安费诺集团财务数据

单位：百万美元

利润表	2008 年第 4 季度	2008 年度	2007 年度
总收入	755.28	3,236.47	2,851.04
毛利总额	240.41	1,049.15	930.14
营业利润	142.40	632.24	552.86
净利润	98.73	419.15	353.19
资产负债表	—	—	—
流动资产总额	1,335.86	1,335.86	1,223.81
资产总额	2,994.16	2,994.16	2,675.73
流动负债总额	634.83	634.83	520.48
负债总额	1,644.73	1,644.73	1,410.82
股东权益合计	1,349.42	1,349.42	1,264.91
现金流量表	—	—	—
净利润	419.15	419.15	353.19
经营活动产生的现金流量	481.52	481.52	387.90
投资活动产生的现金流量	-246.09	-246.09	-279.08
筹资活动产生的现金流量	-193.94	-193.94	-4.44
现金净增减额	31.35	31.35	109.51



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 10-2 安费诺集团主要财务指标

	2008 年第 4 季度	2008 年度	2007 年度
净利润率	13.07%	12.95%	12.95%
营运利润率	18.85%	19.53%	19.53%
	2008 年第 4 季度	2008 年度	2007 年度
息税折旧前利润率	—	22.36%	22.36%
平均资产回报率	13.17%	14.79%	14.79%
平均股权回报率	28.16%	32.07%	32.07%
员工	30,000	—	—

(二)历史沿革

表 10-3 收购前后安费诺公司主要资产权益指标比较

单位:千美元

	1997 年 6 月 30 日	1996 年 6 月 30 日
流动资产	269,699	233,782
总资产	764,891	710,662
流动负债	124,952	96,918
长期负债	961,532	219,484
股东权益	-353,061	360,548
普通股	20	47
资本公积	-511,668	265,428
累计收益	172,060	151,634
累计估值调整	-13,473	3,887
库存股(成本价)	0	-52,671

从经营业绩看(表 10-1),在 1997 年 1 月宣布并购计划前,公司各项收入、利润指标始终保持稳健增长,经营性现金流充裕。

1996 年,80 岁的 DeGeorge 打算退休,将持有的股份变现,但又不希望把公司交给竞争对手或者不懂经营的人。这一点与 KKR 在 1964 年进行第一笔杠杆收购业务——收购黄金冶炼公司 Stern Metals 时的情形非常相似。1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末，在与一些潜在的买家沟通后，DeGeorge 选中了 KKR。KKR 一向只对能够产生稳定现金流、负债率低、资金充足的公司感兴趣，安费诺公司正好符合他们的要求。而 KKR 的方案也符合 DeGeorge 的要求：他们希望保留大部分现有管理团队，并希望公司能在财务杠杆压力下发挥更大的潜力。

KKR 进行杠杆收购的做法是：由众多有限合伙人（包括退休基金、投资公司等）出资成立的、由 KKR 管理的基金购买目标公司，通过将目标公司 IPO 或其他退出机制出售股份，为基金的有限合伙人提供流动资金和投资回报。

在与安费诺谈判时，KKR 刚刚募集完成了规模为57 亿美元的 KKR 1996 基金，KKR 希望安费诺公司成为这只基金的第一笔投资。最初，DeGeorge 建议 KKR 只购买安费诺公司一半股权，但 KKR 不肯接受。由于 DeGeorge 很渴望将所持股份变现，他最终同意了 KKR 的收购方案。

表 10－4　安费诺公司经营业绩

单位：千美元

	1997 年	1996 年	1995 年	1994 年	1993 年
销售收入	884,348	776,621	783,233	692,651	603,967
EBITDA	188,471	168,180	165,913	134,223	110,196
经常性收益股的净收入	51,264	67,578	62,858	42,400	24,749
净收入	26,717	67,578	62,858	38,313	24,749
订货额	209,220	207,357	203,443	192,438	160,555
营运资金加固定资产周转率	3.6X	3.4X	3.7X	3.8X	3.1X
应收账款天数	53	55	55	52	52
存货周转率	3.7X	3.5X	4.0X	3.5X	3.0X
固定资产周转率	8.3X	7.9X	8.5X	7.8X	6.2X
平均雇员人数	6558	6969	5322	5297	5303
年末已发行股数（股）	17,532,804	44,720,287	7,320,382	47,285,448	42,827,622
总资产	737,154	710,662	689,924	677,055	691,277
一年内到期的长期负债	212	7,759	2,670	13,925	27,265
长期负债	937,277	219,484	195,195	234,251	364,574
股东权益	－343,125	360,548	344,085	278,640	173,292
经营活动产生的现金	86,262	68,207	79,227	88,871	
投资活动产生的现金	－20,708	－49,835	－21,411	－13,460	
融资活动产生的现金	64,825	－26,416	－50,370	－73,714	



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1. 公布的交易结构

1997年1月23日，安费诺公司董事会投票通过了KKR提出的收购议案（仍需股东大会批准），包括承担安费诺公司的当前债务在内，本次交易总价格约15亿美元。同时，KKR和安费诺公司公布了该交易结构。

（1）安费诺公司要约收购已发行的4,440万美元的A股普通股的90%，所有安费诺公司股东有权以26美元/股（安费诺收盘价23.125美元）的价格将股票变现。假如少于90%的股份接受要约，KKR同意把440万美元股份（4,400万美元的剩余10%）按比例分配给每一个希望保留股票的股东，并以现金补齐这些股东目前持股和440万股股份之间的差额。也就是说，如果股东投票结果是愿意保留超过440万已发行股份，那么440万股将在那些投保留票的股东间按比例分配，其余所有股份将获得现金。

（2）由KKR及有限合伙人（包括KKR 1996基金）专门为本次收购成立壳公司"NXS收购公司"。以KKR为首的财团通过对该公司的一系列股本金注入，并通过为安费诺公司安排一系列债务资本，为这次收购提供资金。根据协议，财团将提供3.74亿美元的股本金，其余资金来自垃圾债券发行及纽约银行、银行家信托银行（Bankers Trust）和大通曼哈顿银行的银行债务。

（3）人们通常认为，在杠杆收购过程中，由于被收购公司债务急剧增加，原债权人的利益受到侵害。为避免原债权人的反对，KKR同意安费诺公司先行偿还全部的1亿美元10.45%优先票据和9,500万美元12.75%次级债。1997年4月15日，安费诺开始对12.75%债券进行要约收购，要约至1997年5月19日失效。截至失效前，全部9,500万美元中有9,373.4万美元接受要约。

（4）"NXS收购公司"并入安费诺公司，安费诺公司的法人地位得到保留（"新安费诺"）。全部NXS的股份按比例转换成13,116,955股"新安费诺"普通股，注销全部公司库藏股、由母公司或其关联公司持有的及由NXS持有的原安费诺股份。

（5）安费诺公司同意支付"分手费"：假如交易在1997年6月30日前不能完成，或者安费诺公司股东大会否决了该项交易，或者其他任一收购者购买超过20%的公司股份，安费诺公司将支付KKR以3,750万美元作为补偿。

（6）更换管理层。Martin H. Loeffler从1997年5月开始担任董事会主席、CEO和总裁。他1987年就开始担任安费诺公司董事、总裁、首席运营官等职务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10－5　安费诺公司历年利润构成比例

	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年	1999 年	1998 年	1997 年	1996 年
净销售额	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
－销售成本	(65.3)	(66.2)	(65.9)	(63.8)	(62.2)	(65.7)	(65.5)	(64.7)	(63.7)
－折扣和摊销	(2.5)	(3.0)	(3.3)	(2.9)	(2.1)	(2.8)	(3.8)	(3.6)	(3.6)
－销售、管理费用	(14.1)	(14.3)	(14.4)	(14.1)	(13.7)	(14.4)	(14.4)	(14.1)	(14.8)
－商誉摊销				(1.3)	(1.0)	(1.2)			
＝营业利润	18.1	16.5	16.4	17.9	18.0	15.9	16.3	17.6	17.8
－利息费用	(1.5)	(2.4)	(4.3)	(5.1)	(4.6)	(7.9)	(8.8)	(7.3)	(3.2)
－其他费用	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.1)	(0.5)
－与收购兼并有关的非经常性费用								(0.3)	
扣除非经营性项目的税前收入	16.2	12.7	11.6	12.3	12.7	7.5	7.0	9.9	14.1
收入税拨备	(5.5)	(4.3)	(4.0)	(4.7)	(4.8)	(3.1)	(3.0)	(4.1)	(5.4)
扣除非经营性项目净收入	10.7%	8.4%	7.6%	7.6%	7.9%	4.4%	4.0%	5.8%	8.7%

2. 收购的前期安排及过程

作为本次收购的前期安排，1997 年 5 月 13 日，安费诺公司实施了第一项与收购相关的债务融资，通过牵头承销商帝杰公司（Donaldson Lufkin & Jenrette，2000 年被瑞士信贷集团收购）和雷曼兄弟公司，安费诺公司发行了 2.4 亿美元 9.875% 优先次级票据。这些票据被认为是高收益，被穆迪公司评为 BB 级，标准普尔评为 B－级（高收益债券也叫垃圾债券，一般认为 BBB 以下级的债券是垃圾债券）。此外，公司根据一项 9 亿美元的银行协议，通过一项有抵押定期贷款借入 7.5 亿美元。该银行协议还包括 1.5 亿美元的循环信用额度贷款（revolving credit facility，此种联合贷款形态指在契约规定的固定期间及额度内，由贷款银行提供资金予借款人，并提供借款、还款、再借款的承诺，亦即在期间与额度限制内，借款人可就已偿还部分再行动用，而借款人仅需对已借用之部分负担利息即可）。在公司的债务协议中规定，公司在清偿债务前不得支付现金股利或者回购公司股份。

杠杆收购经常遇到阻力。安费诺公司的一些股东，在董事会通过决议当天，就向特拉华州法院起诉公司的董事们，控告他们在批准这项交易时违背了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"信托责任"。大型投资银行的分析师们对这次收购也有很大意见分歧。但是，由于 DeGeorge 家族持有的 30% 股份的支持，这项交易最终获得了股东大会通过。

安费诺公司股东会在 1997 年 5 月 14 日通过了该项交易，79% 有投票权的 A 股参与了该次特别股东大会，根据公司公告，99% 的股份投票支持该项交易。除了 877 万股(约 20% 的已发行股)外，全部股东接受要约。

合并最终于 1997 年 5 月 19 日完成，收购工具"NXS 收购公司"与安费诺公司完成了合并。安费诺公司保留了法人实体，成为"新安费诺"。当合并完成时，KKR 财团合计为 13,116,955 股"新安费诺"股份出资了 3.41 亿美元。安费诺公司用这 3.41 亿美元的股本金，及其通过发售 2.4 亿美元债券(2007 年到期的 9.875% 优先次级债)和 7.5 亿美元定期贷款(根据 9 亿美元的银行协议)获得的收入，从安费诺公司股东手中以每股 26 美元回购了 4,030 万股股份(10.48亿美元)；回购了 12.75% 次级债和 10.45% 优先票据的债务(2.11 亿美元)；并支付了和本次交易相关的费用(5,944万美元，包括支付给 KKR 的费用 1,800 万美元，发行新债务的费用 3,929 万美元)。资本重组后，"新安费诺"已发行的股份合计约 1,750 万股。留存的原安费诺股东拥有约 440 万股(约占并购后 25%)，KKR 财团拥有剩余的 1,310 万股(占并购后 75%)。

表 10－6　安费诺历年主要资产指标

单位：千美元

	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年	1999 年	1998 年	1997 年	1996 年
流动资产	529,015	451,349	389,164	370,257	412,670	335,179	287,673	254,780	233,782
总资产	1,306,711	1,181,384	1,078,908	1,026,743	1,004,322	836,376	807,401	737,154	710,662
流动负债	277,572	217,642	235,914	203,400	242,539	145,927	124,165	117,254	96,918
其中：一年内到期的长期负债	16,909	10,679	78,363	59,705	28,130	16,829	1,655	212	7,759
长期负债	432,144	532,280	565,885	660,614	700,216	745,658	952,469	937,277	219,484
股东权益	481,604	323,406	166,982	103,933	29,234	－81,166	－292,257	343,125	360,548
其中：股票发行	88	87	43	42	42	41	18	18	47
资本公积	－207,504	－238,167	－274,282	－280,224	－305,464	－318,661	－499,928	－511,582	265,425

3. 巧妙的财务处理未影响会计基础

通常情况下，在杠杆收购中，如果目标公司是一个上市公司，那么其股票将终止上市，原上市公司被私有化；如果公司在管理者的经营下日益强大，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常会把公司再度公开上市，这被称为“二次 IPO”（Secondary Initial Public Offering）。在安费诺公司收购案例中，KKR 设计并采用了目前越来越流行的“杠杆资本重组”（leveraged recapitalization）的方法。

资本重组是指公司资本结构的变化，特别股息、股份回购、打包出售、分拆、IPO、资产重组等行为，都能够引起资本重组，每一种资本重组都有不同的会计特性。虽然杠杆资本重组的本质和杠杆收购（LBO）、管理层收购（MBO）是一样的，但是，它采用了一种更巧妙的财务处理，使目标公司资产负债的会计基础可以保持不变。也就是说，目标公司的历史账面价值不必调整。与此不同的是，一般 LBO 和 MBO 就需要作为收购行为进行会计处理，资产和负债，包括商誉，会被重新调整为公允价值。

表 10－7　安费诺历年主要现金流动指标

单位：千美元

	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年	1999 年	1998 年	1997 年	1996 年
经营活动产生的现金流	208,251	159,404	131,563	118,850	154,153	64,095	53,228	86,262	68,207
投资活动产生的现金流	－86,002	－81,297	－52,612	－99,073	－120,821	－35,738	－59,003	－20,708	－49,835
融资活动产业的现金流	－115,610	－75,233	－86,267	16,387	－21,645	－18,554	4,157	－64,825	－26,416
期末现金及现金等价物	30,172	23,533	20,659	27,975	24,585	12,898	3,095	4,713	3,984

造成这种不同的基础是，杠杆资本重组不被认为是控制权变更的交易。原目标公司股东在资本重组后仍然保留了一部分所有权，这样，目标公司的财务报表就不需要根据市场公允价值调整，也没有商誉在目标公司的账面上产生（但是，如果收购方需要合并财务报表，资产公允价值和商誉会体现在收购方的财务报表中）。

资本重组的交易结构，对目标公司原大股东和金融买家来说，更有吸引力。对目标公司原大股东来说，杠杆资本重组与传统 IPO 方式，或与向买方定向转让方式相比，可以让他们更快、更经济地变现。因为他们通常在交易完成后，在资本重组后的公司中仍保留一定权益，虽然股份比例有所下降，但使他们能够分享公司潜在的上升机会。对金融买家来说，杠杆资本重组的吸引力在于可以免除目标公司的商誉。多数金融买家的投资期限为 1～5 年，IPO 是他们最常用的退出机制，他们倾向于努力增加所投资公司的市值。由于资本市场普遍用每



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股收益判断公司价值，如果目标公司以历史成本为基础记账，不必因商誉摊销而减少未来收益，就使他们更容易以高价出售。虽然是否应当以每股收益作为最主要的价值判断工具一直备受市场争议，许多分析师和投资者更关注现金收益，但是对于金融买家来说，每股收益仍然是首要考虑因素。

资本重组对目标公司的未来发展有潜在的影响。对上市公司来说，资本重组后目标公司股票交易的流动性较弱，很容易导致被强制摘牌。此外，如果买家对目标公司的退出战略从 IPO 改为策略出售，则免除商誉摊销的做法就没有好处。

可以看出，杠杆资本重组没有影响到安费诺公司一贯的会计处理方法，收购前后的变化，主要是长期负债增加和股东权益减少。

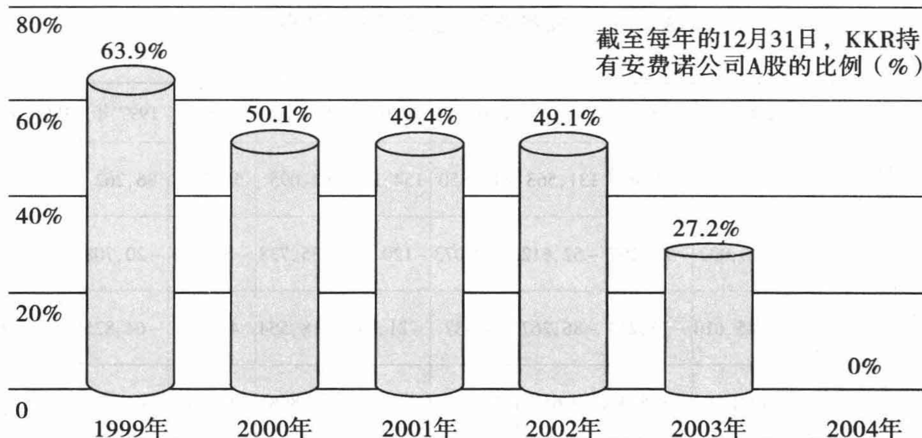


图 10－1 KKR 逐步退出安费诺公司

4. 以认股权激励管理层

理论界认为，杠杆收购的利润很大部分来自减少的代理成本。通常收购者都会与收购前的管理层合作收购，使股东和管理层的利益更为一致。但有时并非如此，比如，华尔街有史以来最大的杠杆收购——KKR 于 1989 年以 314 亿美元收购 RJR Nabisco 就是如此。RJR 作为美国仅次于菲利普·莫里斯的烟草生产企业，每年能产生 10 亿美元现金利润，而公司原 CEO 罗斯·约翰逊(Ross Johnson)挥霍浪费，不懂得节约开支，不重视股东利益，经理津贴高得过分，最终 KKR 通过杠杆收购重组了 RJR Nabisco，并委任了新的管理层。

收购后的安费诺公司董事会共设董事 7 人，除执行董事 Martin H. Loeffler 外，KKR 方人员占了 4 名，另有 2 名独立董事，但公司的执行层基本保持不变，4 名高级执行官都是公司的老员工。这一方式是 KKR 收购的惯例，KKR 的核心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人物 Kravis 和 Robert 同时担任着其他 16 家所收购公司的董事（另一核心人物 Kohlberg 于 1987 年离开）。

在安费诺收购案中，KKR 对管理层主要通过认股权方式进行激励。1997 年 9 月，安费诺公布了新的员工认股权计划。认购权行权价为 26 美元，与 KKR 的买入价一致。Messrs. Loeffler 和四位高级执行官 Jepsen、Cohane、Wetmore 和 Reardon 女士在收购后签署了管理层持股协议，分别同意在合并后至少持有94,849、76,923、76,923、2,000 和 2,000 股安费诺股份。在股东大会批准后，当年他们分别被授予 336538、230769、230769、17000 和 17000 份可以在 5 年内买入的安费诺股票期权。据统计，KKR 公司在 1976 ~ 1989 年间的杠杆收购中，管理层在收购完成时，持有的目标公司中的股份所有权从不到 2% 提升到约 25% 不等。

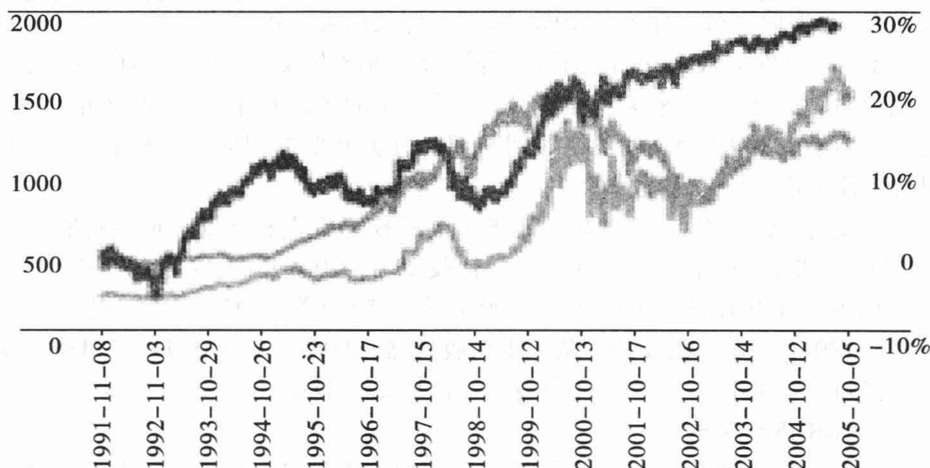


图 10 - 2　安费诺公司股价走势及超额收益率图

5. 收购后第四年财务状况开始好转

安费诺的长期贷款从交易后第 3 年起开始进入偿还期。从表 5 可以看出，一年内到期的长期负债主要集中于 1999 ~ 2002 年。在 7.5 亿美元定期贷款额度中，3.5 亿美元为 2004 年到期（七年期），2 亿美元为 2005 年到期，2 亿美元为 2006 年到期。

通常，杠杆收购后，目标公司将出售 20% 左右的盈利偏低的业务和资产以支付债务，但安费诺并没有大额的资产可供出售。在收购完成后的 1997 ~ 1999 年，公司净销售额分别比上年有所增长，但由于成本上升，毛利率下降，公司的盈利指标连续两年下降。从 1999 年开始，利润指标开始回升，2000 年回升速度进一步加快。这种回升并非来自成本降低，而主要来自于费用减少。具体来看，公司的销售费用和管理费用基本保持稳定，而利息费用在收购当年的 1997



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年大幅增加,从 1996 年的 2,460 万美元增长到 1997 年的 6,470 万美元,1998 年又增长到 8,120 万美元。但是从 1999 年开始,由于公司的定期贷款协议的利率享有优惠条件,相对较低,利息费用开始下降,2000 年以后下降幅度更大。在收购当年的 1997 年,由于需要支付与收购有关的费用,公司出售了 390 万美元的证券投资,所得收益冲减了公司的其他费用。

总之,安费诺的财务状况在收购完成后的前 3 年比较困难,从第 4 年开始逐渐好转。

公司的现金流情况也证明了这一好转。1996 ~ 1998 年,公司经营活动产生的现金分别为 6,820 万、8,630 万、5,320 万美元,这种下降主要源于利息支付的增长。在债务偿还的高峰年 1999 年,安费诺销售收入实现 10.11 亿美元,增长 11%;每股收益较上年增长 19%,减缓了偿债压力。1999 年 12 月,公司还向公众发行了 275 万股公司普通股,获得资金 1.818 亿美元,不仅增强了股票交易流动性,也为公司带来了现金流,降低了公司的负债水平:发行收入的1.055 亿美元用于按 109.875% 的价格赎回 9,600 万美元票据,其余部分的收入根据银行协议被用于偿还定期贷款。

在收购完成后的几年,KKR 运用董事会的权力审查和帮助贯彻战略财务决策,就会计和控制体系提供咨询。据统计,仅 2001 ~ 2004 年间,安费诺公司就分别付给 KKR 以 100 万美元、100 万美元、90 万美元、50 万美元的管理和咨询服务费。

从 1991 年 IPO 起,安费诺从未支付股息,到 2005 年 1 月 19 日,公司债务完全恢复到正常水平,董事会宣布将支付季度股息每股 0.03 美元。

6. KKR 逐步退出

在公司度过债务支付难关后,随着股票价格上涨,KKR 开始逐步出售股份(图 10 - 1),而公司管理层通过股票期权计划不断增加持股,并扩大员工持股范围。在此期间,Fidelity 等共同基金开始增加对安费诺公司股票的持有。

在 2004 年第三季度,KKR 的合伙附属企业出售了全部 A 股,截至 2004 年 12 月末一股不剩。随着 KKR 的完全退出,安费诺公司已经成为公众控股股东,公司实际处于管理层控制之下。

从安费诺公司的股价走势可以看出,KKR 此项投资获益匪浅(图 10 - 2)。

二、各方观点

(一)《中国经营报》(2006 年 5 月 27 日):对中国有借鉴意义

全流通时代的来临,开启了上市公司并购的大门。但并购是一个艰难的操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作过程，其中机关尚不能为大多数人所了解。我们试图为大家介绍并购方式，解剖并购细节，圈点其中奥妙。

1997 年到 2004 年，KKR 完成一桩对安费诺(Amphenol)公司的收购，并成功退出。首先，以 KKR 为首的财团对安费诺公司注入 3.74 亿美元股本金。然后安费诺公司发行垃圾债券，同时获得由纽约银行、银行家信托银行和大通曼哈顿银行提供的银行债务，共募集到约 12 亿美元资金。安费诺公司用这笔资金收购公司原股东 80% 的股权。为了避免原债权人反对本次收购，KKR 特别安排资金要约收购公司的次级债和优先票据。收购完成后，安费诺公司以自身产生的现金流，偿还从银行获得的融资。

如果同样的杠杆收购发生在中国"资本高手"的身上，KKR 要先用 15 亿美元收购安费诺公司，然后透过自己委派到安费诺公司的高级管理人员，通过关联交易、股东借款或被收购公司担保借款(如果是上市公司，为了逃避监管，还需要使用隐瞒担保事项等非法手段)，从被收购公司把自己实际没有能力支付的 12 亿美元套回来。这就是唐万新、顾雏军、张海等人在中国经济法律环境进行的"杠杆收购"。

其实，既然被收购公司有资金可以被套，就意味着它能产生相应的现金流，至少在收购后的相当长一段时间内，公司可以提供这样的现金流。那么，尽管我们不能像美国一样发行垃圾债券，也很难从国有银行中获得贷款支持，但在现行法律框架下(包括新修改的《公司法》、《证券法》和去年以来为了支持股权分置改革而出台的一系列法规)，仍能实现同样的杠杆收购。

例如，收购某公司控股股权需要动用 5 亿元现金，该公司可变现非主业资产 2 亿元，主营业务每年可产生自由现金流 5,000 万元。那么，我们可以设计这样的杠杆收购模式：由收购方对被收购方以增资模式投资 1 亿元，同时由收购方提供担保，并由合适的融资机构提供 4 亿元过桥资金给被收购公司。被收购公司用收到的 5 亿元回购原股东股权，并支付依法需要优先偿付的债务。收购完成后，被收购公司通过处置非主营资产和主业经营产生的自由现金流偿还过桥借款。这样的操作既合乎现行的法律，同时也能真正实现"四两拨千斤"的杠杆效应。

由于涉及众多的法律法规的规范，实际的操作将会非常复杂。这种"杠杆收购"能否实现，可能就不仅仅是法律和技术层面的问题了。

(二)《中国信息报》(2007 年 7 月 4 日)：KKR 冲刺私募股权国王宝座

紧追着黑石集团 IPO(首次公开募股)的铿锵脚步，华尔街另一个私人金融巨头 KKR(科尔伯格－克拉维斯公司)也在日前吹响了进军纽约证券交易所的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



号角。这一全球最大也是历时最为悠久的私募股权公司不仅用自己斐然的并购业绩持续创造着资本发酵的传奇，而且还试图以与时俱进的力量去冲击未来一个又一个的市场目标。

对于许多美国企业而言，纽约道琼斯股市在 20 世纪 70 年代持续上演的坍塌悲剧，肯定是一场空前的灾难，但在 KKR 的备忘录中却具有着非同寻常的纪念意义。

尽管杠杆并购(Leveraged Buyout，简称 LBO)在如今的资本市场中司空见惯，但将 KKR 看成是这种市场力量的创造者或者最大成就者，似乎一点儿也不过分。资料表明，作为国际上最著名的杠杆收购公司，KKR 已主持或支持了全球历史上最有影响力的 10 大杠杆收购活动中的 6 项。杠杆收购的做法是：由众多有限合伙人出资成立、主导收购企业管理集合资金，并采取“现金 + 承债”等方式对目标企业进行收购，然后对被收购企业进行重组和整合，削减成本、降低债务，待经营业绩有实质性改观时，再将目标公司 IPO 或以其他退出机制出售股份，为基金的有限合伙人提供流动资金和投资回报。

杠杆收购的最大阻力往往来源于目标企业的管理层和股东，对此，KKR 表现出了其他企业所没有的慷慨。为了将世界著名的接插件制造商安费诺公司收归麾下，KKR 在收购方案中不仅让原公司 4 名高级执行官进入管理层，而且还承诺在合并后给予数量不等的股票期权，同时对于所有的安费诺公司的股东，KKR 答应以高出收购当天 3 美元/股的价格将股票变现。

当然，在对收购公司安费诺进行资本重组的 4 年时间内，安费诺共计付给 KKR340 万美元咨询服务费，而在 KKR 出售完安费诺的的全部 A 股后，竟然产生了高达近 80 亿美元的红利。

(三)《经济导刊》(2007 年 9 月 15 日)：付出高昂代价

克拉维斯兄弟表现出了其他企业所有者所没有的慷慨。为了将世界著名的接插件制造商安费诺公司收归麾下，克拉维斯兄弟在收购方案中付出了高昂的代价。

投桃报李。克拉维斯兄弟的良苦用心为自己赢得了不错的人气，也使得他们在今后的并购之中顺风顺水。仅 2007 年以来，KKR 就完成了大量并购，斥资 69 亿美元收购美国著名连锁零售商达乐公司，成就了美国零售公司最大的收购纪录；投资 290 亿美元收购信用卡和电子支付服务商第一数据，创下该行业史前杠杆收购的最高纪录；出价 445 亿美元收购德州公用事业公司，创下私募股权基金单笔交易投资的全新纪录。

当然，在各种利益的比较中，KKR 无疑是最大的赢家。以收购劲霸电池为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例，在劲霸成功 IPO 的 5 年之后，KKR 就将劲霸卖给了吉列公司，从中获得了高达 72 亿美元的股权收益，而且在交易结束时，KKR 仍拥有劲霸 34% 的股权。同样，在对收购公司安费诺进行资本重组的 4 年时间内，安费诺就付给 KKR 咨询服务费 340 万美元，而在 KKR 出售安费诺的全部 A 股后，竟然产生了高达近 80 亿美元的红利。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十一章 百度

一、案情背景

(一)百度简介

百度公司是中国互联网领先的软件技术提供商和平台运营商。中国提供搜索引擎的主要网站中,超过 80% 由百度提供。中国搜索市场中,百度的份额一直保持在 70% 以上,而月度覆盖高达 90% 以上。

2000 年 1 月 1 日,公司创始人李彦宏、徐勇携 120 万美元风险投资,从美国硅谷回国,创建了百度公司。百度的起名,来自于“众里寻她千百度”的灵感,它寄托着百度公司对自身技术的信心。2000 年 5 月,百度首次为门户网站——硅谷动力提供搜索技术服务,之后迅速占领中国搜索引擎市场,成为最主要的搜索技术提供商。2001 年 8 月,发布 Baidu. com 搜索引擎 Beta 版,从后台技术提供者转为面向公众独立提供搜索服务,并且在中国首创了竞价排名商业模式,2001 年 10 月 22 日正式发布 Baidu 搜索引擎。2003 年 12 月,开创性地推出贴吧,开搜索社区化之先河。2005 年 8 月 5 日,百度在美国纳斯达克上市,成为 2005 年全球资本市场上最为引人注目的上市公司。2008 年 1 月 23 日,百度日本公司正式运营,百度全面启动国际化战略。

百度公司自进入中国互联网及软件市场以来,就一直以开发真正符合中国人习惯的互联网核心技术为使命,依靠自身实力不断研发出拥有自主知识产权的可扩展的网络应用软件。百度的产品及服务是针对不同企业及各机构网络化的基本需求而设计的,主要产品线有:①于全球互联网的中文网页检索。这条产品线主要服务于门户网站,客户包括 Sina, Sohu, Tom. com ,263 在线,21CN,上海热线,广州视窗等。②级的信息检索解决方案,包括网事通系列软件及百度企业竞争情报系统。其中,网事通系列软件包括网站站内检索系统,行业垂直检索系统,新闻监控系统,企业垂直检索系统,实时信息系统及信息采集系统。目前,这些企业级的信息检索解决方案正服务于各个不同领域,包括电信企业,如广东电信,河北电信;金融企业,如中国人民银行,中国银行;传媒领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域，如中央电视台，香港TVB，光明日报网；教育领域，如 清华大学等。③网站加速技术。该项技术针对互联网普遍存在的“8 秒钟”原则设计，旨在帮助用户从最接近的服务器上直接提取信息，从而使用户以最快的速度下载、获取信息，以解决网站间连接的瓶颈问题。同时，它还可以分流网站浏览量，减轻网络服务器的承载负荷。网站的安全性能也得到加强，即使某一节甚至主站点内容出现故障，网民仍可以在最近的节点快速获取信息。百度网站加速技术还支持各种静态网页及图像、声音和动画等。此外，百度还利用遍布在全国庞大的 CDN 网络提供的信息传递技术（即网站加速及网络缓存技术），它的使用者包括深圳商报，四川新闻网，中国基础教育网等。

2009 年 2 月 19 日（美国东部时间 2 月 18 日），全球最大中文搜索引擎公司百度（NASDAQ：BIDU）公布了截至 2008 年 12 月 31 日的第四季度及全年未经审计的财务报告。财报显示，2008 全年百度营业收入为 31.983 亿元人民币，与 2007 年相比大幅增长 83.3%；全年百度的营业利润约为 10.967 亿元人民币，与 2007 年相比增长 100.4%；2008 年百度每股盈利为 30.63 元人民币，稀释后每股盈利为 30.19 元人民币。同时，根据百度发布的财报数据，2008 年第四季度百度营业收入为 9.021 亿元人民币，与 2007 年同期相比增长 58.0%，营业利润约为 3.047 亿元人民币，与 2007 年第四季度相比增长 72.9%；2008 年第四季度百度每股盈利为 8.39 元人民币，稀释后每股盈利为 8.31 元人民币。

百度公司上市以来财务情况如图 11－1～图 11－3 所示。

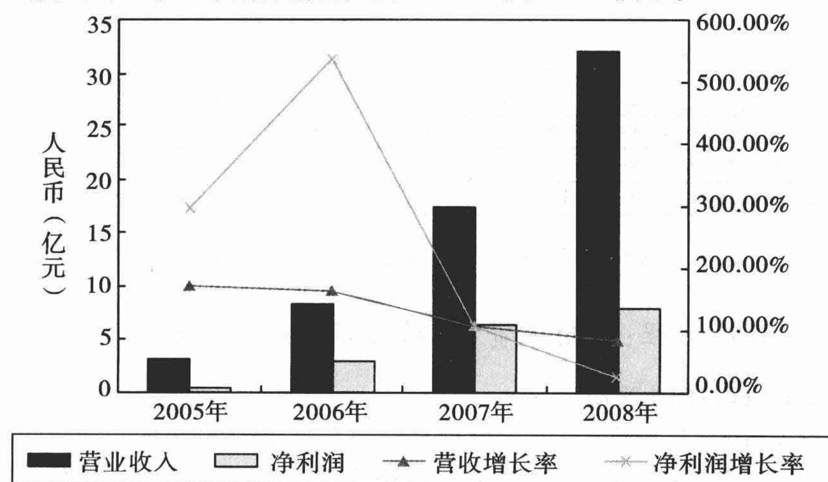


图 11－1 百度上市以来财务年度营收和净利润情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

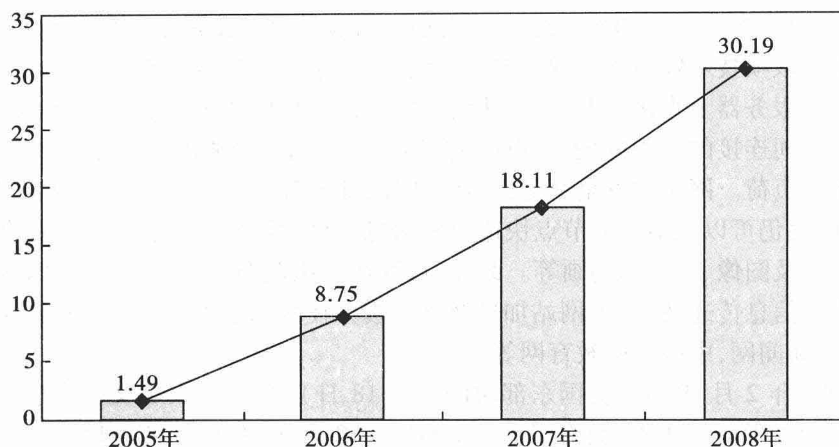
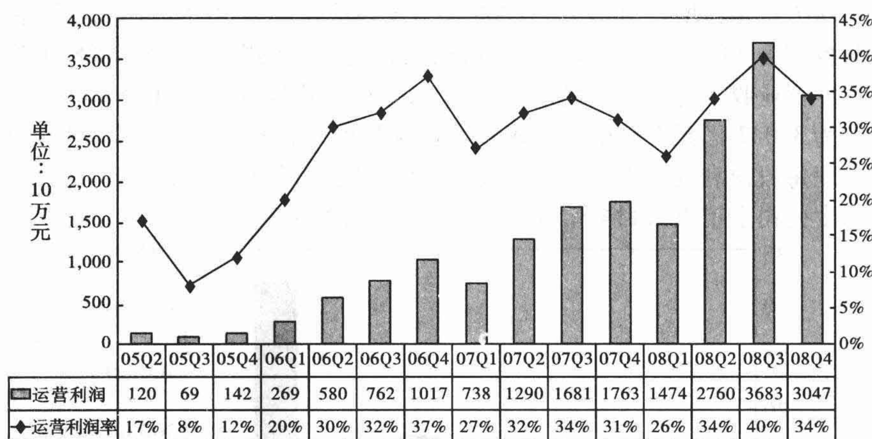


图 11－2　2005～2008 年百度稀释后每股盈利



	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
运营利润	120	69	142	269	580	762	1017	738	1290	1681	1763	1474	2760	3683	3047
运营利润率	17%	8%	12%	20%	30%	32%	37%	27%	32%	34%	31%	26%	34%	40%	34%

图 11－3　2005～2008 年百度盈利能力分析

(二)百度历程:三轮融资,成功上市打造风险投资佳话

1. 前戏:硅谷创业躁动

李彦宏,1991 年毕业于北京大学信息管理专业,随后赴美国布法罗纽约州立大学完成计算机科学硕士学位。在美国毕业后,李彦宏在美国松下信息技术研究所实习和工作,平日接触最多的就是财经新闻。看着占据《华尔街日报》重要版面的互联网创业英雄,李彦宏内心到硅谷创业的冲动日益激荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997 年,李彦宏离开松下信息技术研究所,来到硅谷。谁也不曾察觉和预料,这个年轻人将在这里成就一番大业。1998 年 4 月,李彦宏参加布里斯班世界互联网大会。三四年后,当初会上相识的两位年轻的谷歌创始人竟相继把搜信、雅虎打得一败涂地,李彦宏非常意外。

1999 年对李彦宏十分关键。从这一年开始,他的一生开始与众不同。

2. 第一次轮资:120 万美金,启动创业

1999 年 10 月,李彦宏和其他一些海外留学生受中国政府邀请回国参加“国庆典礼”。李彦宏深刻感受到了中国的巨大变化,开始打算回国创业。

回美国后,李彦宏想到他的好友徐勇。1999 年 11 月,李彦宏约徐勇到家里谈回国创业的大事,具体谈了各自在未来公司里的股份比例、职责分工、发展规划等,并为未来的技术公司做了详细规划,设定了 100 万美元的融资目标。

硅谷有的是风险投资商。由于电子商务已经备受青睐,因此很快就有三家风险投资商向他们抛出了橄榄枝。徐勇婉拒了其中一家不太中意的,而接受了半岛基金和 Integrity Partners 两家风投。投资一共 120 万美元,每家 60 万美元。具体情况是:2000 年 2 月,百度私募发行 480 万 A 系列可转换优先股,发行价格为 0.25 美元每股。半岛基金和 Integrity Partners 各认购 240 万股。

就这样,带着 120 万美元的初始资金,两位年轻人回到中国。2000 年 1 月 1 日,百度公司在中关村正式落户。5 月,百度有了第一家客户——硅谷动力。6 月,则一举拿下新浪、搜狐、网易、TOM 的技术委托订单。

3. 第二轮融资:1000 万美元,赶超谷歌

2000 年 9 月,百度以每股 1.0415 美元的价格向私家风险投资商发行了 960 万股 B 系列优先股,融资 1000 万美元。其中,德丰杰(DFJ)(通过 Draper Fisher Jurvetson ePlanet Ventures L. P.)出资 750 万美元购买了 720 万股,IDG 出资 150 万美元购买了 144 万股,Integrity Partners 出资 62.5 万美元购买了 60 万股,半岛基金出资 37.5 万美元购买了 36 万股。

2001 年 8 月,百度只做 ASP(后台服务提供商),当时公司策略是“behind your e-success”,即“在你 e 成功的背后”;换句话说,百度主要充当为其他门户打工的角色。然而市场的扩大并没有带来利润和声名。在德丰杰的帮助下,百度果断转型,单独做搜索门户。10 月,百度搜索正式推出,同时推出搜索引擎竞价排名。这一决策使百度的总营业收入从 1,420 万美元上升到超过 5,000 万美元。

2002 年 3 月,李彦宏被评为“中国十大创业新锐”之一。此时,百度遭遇新浪欠费“停机事件”。这一事件后,百度从提供技术服务开始直接面向大众、提供内容服务。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2002 年 9 月,谷歌推出中文版。在强大竞争面前,百度启动闪电计划。具体指标是,闪电计划完成后,百度日访问量页面比原来多 10 倍,日下载数据库内容比谷歌多 30%,页面反应速度与谷歌一样快,内容更新频率全面超过谷歌。12 月,闪电计划大功告成。

4. 第三轮融资:1,500 万美元,上市冲刺

上市是每个互联网公司的梦想,也是风投期待的结果。闪电计划的成功实施,让百度看到了上市的全新前景。

表 11－1　2001～2005 年百度简要合并财务报表

单位:千元(美元)

年份	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
营业收入	11,020	40,571	117,451	14,191
营业税及附加	(496)	(1,933)	(6,542)	(790)
总净收入	10,524	68,623	110,909	13,401
营业成本及附加	(29,567)	(47,933)	(99,905)	(12,071)
营业利润或损失	(19,043)	(9,295)	11,004	1,330
利息收入	586	325	1,135	137
其他收入	(120)	85	347	42
税前净收入	(18,577)	(8,850)	12,486	1,509
所得税	—	—	(481)	(59)
税后利润或损失	(18,577)	(8,885)	12,005	1,450

资料来源:百度招股说明书。

2003 年 3 月 28 日,百度举办"百度搜索狂欢夜"活动。李彦宏对媒体发表重要声明,百度要从单纯的技术服务提供商成功过渡为搜索门户,要"让网民和终端用户直接从 www.baidu.com 上体验到百度产品的质量"。9 月,百度推出竞价排名技术商角色。2003 年年底,百度收入是 2002 年的 4 倍,增长态势良好。

2004 年 6 月初,百度以超过 3 亿的中文网页链接和超过 6000 万的日流量宣布成为全球最大的中文搜索引擎。

同月,百度开始第三轮融资。以每股 6.67 美元的价格向 8 家投资者出售了 2,248,877 股 C 系列可转换优先股,融资 1,500 万美元。其中,谷歌认购了 749,625 股,德丰杰认购了 749,625 股,Integrity Partners 认购了 202,399 股,半岛基金认购了 193,403 股,CMT CV－BD Limited 认购了 164,918 股,Venture

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TDF Technology Fund Ⅲ LP 认购了 149,926 股,China Equity International Holding Company Limited(BVI)认购了 23,988 股,Swiftcurrent Offshore Ltd. 认购了 14,993 股。其中,谷歌认购 749,625 股,共花费 500 万美元。这样有了谷歌这样一个纳斯达克良好的样板,百度上市已经胜算在握。

2004 年 12 月 31 日,百度实现首次盈利,净利润虽然只有 1200 万元人民币,但这一首次盈利却让投资者终于见到了阳光,为上市奠定了坚实的财务基础。

5. 成功上市,盛宴共享

早在 2000 年,李彦宏和徐勇就分别在开曼群岛和维京群岛注册成立了百度的离岸公司。开曼的叫 Baidu. com. Inc. ,在维京群岛的叫 Baidu Holding Limited。离岸公司成立后,在北京成立外商独资企业——百度在线网络技术(北京)有限公司(Baidu Online)。2005 年 6 月,又在上海注册成立了外商独资企业——百度(中国)有限公司。需要说明的是,由于中国法律限制外资进入互联网企业和广告行业,因此李彦宏和徐勇于 2001 年 6 月在北京成立北京百度网络科技有限公司,申请互联网和广告有关执照。

2005 年 8 月 5 日,百度正式在美国纳斯达克股票交易市场挂牌上市,发行价 27 美元,开盘价 66 美元,然后一路狂飙,在中盘最高曾达到 150 美元的价格。到交易日首日收盘时,百度股价定格为 122.54 美元,市值达到 39.58 亿美元,股价涨幅达到了疯狂的 353.85%。该上市为德丰杰、IDG 等风投带来 100 倍账面投资收益。

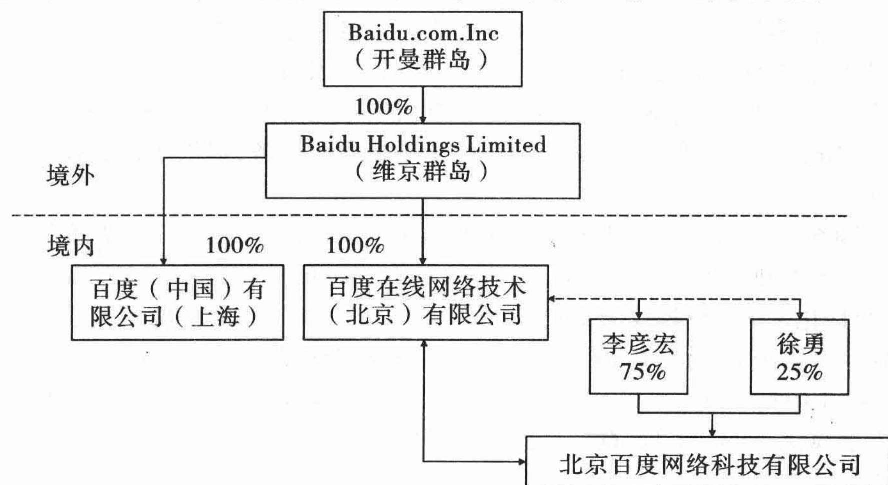


图 11-4 上市时百度股权结构

注:实线表示股权关系,虚线表示协议关系

资料来源:百度招股说明书。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资百度是风险投资界的一段佳话，也是中国2005年回报率最高的一个项目。百度成功上市为投资者的退出提供了通道，但是德丰杰等投资者仍有几年时间可以用来选择退出。

（三）百度历年大事简要回顾

2000年1月1日，百度成立。

2001年10月，推出全新商业模式——搜索引擎竞价排名。

2002年3月，百度总裁李彦宏获选“中国十大创业新锐”；百度启动“闪电计划”。5月，千龙－百度中文信息检索技术实验室成立。6月，百度推出深受网民喜爱的“ie搜索伴侣”。12月，闪电计划大功告成。

2003年6月，美国第三方权威统计机构Alexa统计，在最受欢迎的中文网站中，百度已经位居第四，表明百度成为全球最大的中文搜索引擎。7月，推出图片、新闻两大技术化搜索引擎，巩固了中文第一搜索引擎的行业地位。12月，陆续推出地区搜索、“贴吧”等划时代功能，搜索引擎步入社区化时代。

2004年。5月，据Alexa最新显示，百度已经成为全球第四大网站。11月，推出百度WAP搜索，手机上也能使用百度。

2005年。5月18日，正式宣布推出影视搜索服务，提供影视资源在线观看及下载服务。6月23日，推出名为“百度知道”的互动式知识问答分享平台，进军“知识搜索”领域。8月5日，成功登陆美国纳斯达克，创造了中国概念股的美国神话，首日股价涨幅达354%。8月11日，推出“百度传情”服务，为用户提供基于人名搜索的情感信息传递功能。9月23日，发布地图搜索服务，正式提供本地化地图搜索服务。10月1日，推出手机娱乐服务，提供图铃下载等增值服务。

2006年。1月，百度开通国学频道（guoxue. baidu. com）。4月，百度推出第三个社区类搜索产品——“百度百科”（baike. baidu. com）。7月，百度指数升级，个性化关键词监控仪全新登场。百度成功举办首届“百度世界大会”，推出颠覆性广告模式——精准广告；百度正式发布新产品“百度空间”（hi. baidu. com）。10月，百度与全球传统娱乐巨头MTV开展战略合作，探寻国内数字音乐发展模式 。11、12月，百度推出新产品“三搜”：“搜藏”、“空间搜索”、“博客搜索”。

2007年。1月，百度首页改版，百度MP3搜索首页、百度图片搜索首页改版；百度结盟全球四大唱片公司之一百代唱片（EMI Music），双方达成全面战略合作协议。2月，百度视频搜索（video. baidu. com）上线，收录中文互联网上最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全面的视频内容;百度首页标题由“全球最大中文搜索引擎——百度”改为“百度一下,你就知道”。3 月,百度名列美国《连线》杂志全球最具创新企业四十强中的第 11 位。5 月,百度首页“百度搜索”改为“百度一下” 。7 月,美国 Gomez 调查:百度摘“响应速度”桂冠 ;百度滚石宣布达成战略合作,提供免费试听。9 月,百度游戏平台(g. baidu. com)上线 。10 月,百度上海研发中心成立。11 月,艾瑞研究报告显示,在网页搜索领域,百度市场份额扩大到 73.6%;百度、联想等著名企业获评 2007 年最受尊敬华人企业。

2008 年。1 月,百度正式开始日本业务;百度娱乐频道(yule. baidu. com)上线 ;百度首届娱乐盛典——“2007 百度娱乐沸点年度颁奖礼”在北京精彩落幕。2 月,百度博士后工作站正式运作;百度与各慈善机构联手,开放首页 Logo 及搜索平台抗击雪灾。3 月,百度入选 FT《英国金融时报》十大品牌,百度已成日本第四大独立搜索引擎。6 月,百度 IM 软件 HI 正式发布。7 月,华尔街日报评选百度为中国最具创新公司。8 月,百度使用闪存(Flash Memory)技术代替硬盘并大规模商用,属全球首个。10 月,百度“有啊”BETA 版正式上线;百度和讯全财经网正式上线。11 月,百度全球华人艺术家合作计划获艾菲奖;百度荣获 2008 中国搜索年会八项官方大奖。12 月,公布新一代搜索引擎“阿拉丁平台”计划。

二、各方观点汇集

(一)《新华网》(2005 年 8 月 8 日):纳斯达克:众里寻它是百度,上市给百度带来什么

关于百度上市的种种猜测和预期终于水落石出。周五(5 日),有“中国 Google”之称的搜索引擎百度正式登陆美国纳斯达克市场,并以罕见涨幅,引起国际 IT 界高度关注。分析人士认为,百度上市成功,不仅将给百度自身,也将可能给国内搜索引擎市场在未来带来重大影响。

1. 纳斯达克:众里寻它是百度

百度本周五正式登陆纳斯达克,发行价为 27 美元,最高涨到 151.21 美元每股,收盘时股价涨幅达到 353.85%。也就是说,上市的第一个交易日里,百度股价较发行价上涨了三倍以上,成为最近五年来刚到纳斯达克当天日成交量最大的公司。

自互联网泡沫破碎以来,还没有任何一家公司的股价在一个交易日里有如此大的上涨幅度。一位国际分析师说:“百度回到了互联网泡沫时代,我上一次



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看到这类快速上涨是在1999年和2000年。”

据悉，此次百度IPO(首次公开募股)发售404万股美国存托凭证，定价为每股27美元，通过这次IPO，百度融资达到1.09亿美元。

据有关报道，李彦宏将售出个人3%的股份，共计25万股。但是IPO之后，他仍将持有公司22%的股份，按每股27美元计算，李彦宏仅百度的持股就已经价值1.963亿美元。

业内人士认为，百度的成功上市，将一举打破今年半年来中国互联网上市的沉寂状态。2004年，以盛大为代表，十多家中国互联网公司登陆纳斯达克，正式掀起了海外资本的第二次浪潮。2005年，上市动作不大，加上风险投资遭遇国家政策的封堵性制约，使得投资热度没有延续2004年的热风而一路高升。

2. 上市给百度带来什么

作为在国内搜索引擎领域具有重要地位的一家企业，百度上市引起国内外业界的普遍关注。

博客网董事长方兴东认为，登陆纳斯达克上市对于百度来说，将是一个根本性的提高。上市后和上市前，在资金、心态等各方面都是有着巨大区别的。百度上市后，将会在一夜之间跻身互联网企业第一大阵营。它今后需要注意的问题是如何花费自己融到的1亿多美元。他认为百度在上市融到资金后，应该会向其他方面延伸。

知名互联网专家胡延平认为，百度作为一个绩优企业被资本市场接受是意料之中。百度上市后，可以投入更多的资金在市场的运营以继续扩大其在本地市场上的优势，同时也可以投入资金加强自身的搜索技术，还可以拓展新的投资方向。

另据有关报道，IPO Financial的总裁门罗认为，百度股价的大幅度上涨同20世纪90年代末的互联网经济泡沫有很大不同。随着互联网逐渐成为中国人日常生活的一部分，百度很可能会再现Google当年的增长速度。

但是，对于百度上市后的前景，同样有不同的声音。据报道，佛罗里达大学教授、IPO专家杰·里特尔表示：“预测未来是危险的，但是任何一家曾在IPO上市首日上涨300%以上的公司对投资者都是噩梦，在上市三年后，他们的收盘价都低于了招股价。”

虽然不少人质疑百度股价含有水分，但百度首席执行官李彦宏似乎不以为然。他说：“我相信中国互联网搜索的未来，我们将继续关注于建立出色的业务，而不是密切关注股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)搜狐副总裁(2005年8月12日):百度成中国搜索老大并不偶然

对于阿里巴巴和雅虎的并购,昨天在接受《每日经济新闻》采访时,搜狐副总裁王建军并未予以置评。但他表示,跨国公司不可能真正了解中国国情,百度成为中国搜索市场的老大并不偶然。

搜索引擎已然成为互联网上最热的话题。上海艾瑞市场咨询公司的数据显示,2004年中国搜索引擎市场规模已达到12.5亿元,预计2007年将达到56.2亿元。

王建军称,搜索引擎竞争的关键在于产品,如何更好地满足用户需求是未来搜索引擎的发展趋势。譬如,搜狐去年推出的搜狗,目前的搜索类目包括“新闻”、“音乐”等。

(三)《深圳商报》(2005年8月10日):百度上市股价暴涨3倍,“神话”受质疑

北京时间8月5日,国内搜索引擎公司百度正式登陆纳斯达克,交易代号为“BIDU”,股价由开盘的66美元,一度暴涨至151.21美元,最后报收于122.54美元,较发行价27美元上涨了354%,百度市值高达39.58亿美元。几乎在一夜之间,百度造就了7名亿万富翁、200名千万富翁以及为数更多的百万富翁。百度创造的这一神话,让国内一度沉寂的互联网业者再度燃起了赴美上市的激情。

1. 百度“神话”受质疑

根据百度提交的招股说明书,该公司共发行了3,230万股票。按照每股27美元的发行价格计算,百度的市值接近9亿美元。而按当日收盘价计算,百度市值已经接近40亿美元。百度CEO李彦宏个人以22.9%的持股,身价接近10亿美元。按照今年3月份《新财富》最新公布的内地富豪500强数据显示,李彦宏有望排在陈天桥、黄光裕、荣智健、鲁冠球之后进入中国内地富豪前5名。除李彦宏身价暴涨之外,百度还造就了另外6位亿万富翁和至少200位千万富翁。

然而,在批量造富之后,华尔街有分析人士认为,百度股票将会是只“泡沫股票”——百度股价虽不像有些网络股在1999年和2000年期间那样首发狂涨500%,但百度354%的涨幅证明,它是在网络泡沫破裂5年后涨势最猛的一只



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



首发股票。据统计,在2000年以来上市的23家中国科技企业中,首日平均涨幅为13%,一个月后平均涨幅为9%,一年后平均表现则是下跌34%。同样在纳斯达克上市的新浪网2001年一度跌至1美元,但随后业务复苏。

互联网分析师吕伟钢则认为,百度受美国投资者的追捧,主要是因为其被贴上了"中国Google"的标签,而且Google还拥有百度2.6%的股份。

2. 互联网再燃上市热情

百度上市的余音未了,业内已有传言阿里巴巴欲提前上市。据外电报道,雅虎的高层正在谋划把这一愿景变为现实,阿里巴巴的一位财务顾问称,该公司原计划2006年在纳斯达克上市,鉴于百度在美国股市IPO的表现,阿里巴巴将重新考虑其上市时间表。香港Seraphin Capital Limited的约翰·池在给《市场观察》的一份电子邮件中说:"阿里巴巴目前正在对2006年可能进行的IPO进行重新评估。"阿里巴巴加速IPO的计划是否与百度在美国股市的表现有关,目前约翰·池尚未回应。

前雅虎中国总裁周鸿祎在评价百度上市时表示,百度也是一家网络公司,上市后有好的成绩表现,让国内对互联网的发展更有信心,也会促使风险投资陆续进入中国。但他同时表示,国内互联网市场和搜索市场还有很多变数,也存在很大的空间,"不知道哪一个小公司就是明天的百度和Google,互联网圈内没有永远的老大"。

(四)《第一财经日报》(2005年9月6日):TOM王雷雷对百度上市不以为然

"百度上市是美国人看的故事,我们反对美国故事。"TOM在线首席执行官王雷雷近日在接受香港媒体采访时如是说。

面对百度在纳斯达克的空前成功,王雷雷不以为然,并对香港《明报》记者强调:"TOM在线虽没有动听的故事,但有诱人的业绩。"面对美国投资市场近日掀起的新一轮"中国互联网热"的场面,王雷雷似乎非常冷静,他对此有自己的见解:"打造网络媒体吸引浏览率,再依赖网络广告来赚取商家的钱,是一种美国模式。"而内地网络游戏及无线互联网业务则主要通过直接服务消费者来赚钱,3.6亿的手机用户和1亿的互联网用户,才是IT公司真正的上帝。2004年内地的无线互联网服务及网上游戏的规模分别达80亿元及40亿元,相比之下,网上广告及网上交易的份额仍然很少。看来王雷雷要带领TOM在线为中国市场度身定做"中国故事"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，王雷雷强调，他并不是把美国模式一棒子打为“失败故事”，只是目前在内地市场还没有上演过真正成功的美国故事罢了。尽管目前“中国互联网热”在美国闹得火热，但是几年前中国网络泡沫破裂时，曾经造成的惨重损失依然历历在目。

令王雷雷能有足够底气笑谈目前形势一片大好的“中国互联网热”的原因，自然是 TOM 在线的不错业绩，以及对未来的乐观预计。8 月中旬公布的第二季财务报表显示，公司业绩创下新高，营业额及盈利分别达 3.34 亿元及 7,887 万元，这一盈利表现已经超越了新浪和搜狐。

对于第三季度，王雷雷信心十足，表示公司增长势头将延续。目前 TOM 在线近 95% 的收入来自短信及彩信等无线互联网服务业务。王雷雷预测，这块业务还有很大发展空间，远没有达到饱和，未来 4 至 5 年，这块业务都将是公司收入的主流。此外，他还透露，未来公司将支持更多原创音乐内容，继续拓展有关市场。

（五）《北京现代商报》（2005 年 9 月 16 日）：百度沉舟纳斯达克，风险投资商涉嫌操纵股价

Baidu 沉舟 NASDQA！

——第二次互联网泡沫破裂？

本周三，在美国纳斯达克上市的中国网络股百度股价暴跌 28.4%，收于 81.32 美元。在美国上市一个多月以来，百度股价从最高时的 153.98 美元下跌到昨日的 81.32 美元，累计暴跌 47.18%，百度 CEO 李彦宏的个人财富也大幅缩水，难道互联网的泡沫破灭时代又将来临？

1. 泡沫产生与 2000 年如出一辙

当百度股价超过 150 美元时，有人说“百度疯了”，因为它的市盈率已经达到 2000 倍以上。许多美国投资者追高买进百度的理由是它的概念，因为它是“中国的 Google”。百度的商业模式几乎与 Google 一模一样，通过搜索引擎的竞价排名向企业收费。2004 年百度刚刚实现盈利，每股收益才几美分。但是美国投资者看好中国 13 亿人口的广阔市场，看好中文搜索引擎的巨大增长空间，百度才能以 27 美元的发行价上市之后暴涨到 150 美元以上。

过高的市盈率以及离奇的股价，必然招致投资者的卖空。当年新浪、网易等首批中国网络股去纳斯达克上市时，一度也风光无限。新浪突破 80 美元，网易突破 100 美元，但是最后都要拿业绩说话，2000 ~ 2001 年度新浪、网易等门户网站均未实现盈利，股价也一落千丈，跌至 3 美元以下，网易险遭纳斯达克摘牌的命运。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资本市场永恒的话题是“业绩”。股价因业绩增长而上涨，因业绩衰退而下跌。在中国概念股中携程网的业绩稳定增长，股价也从35美元逐步上升到60美元以上。概念只能风光一时，业绩才是硬道理。

2. 风险投资商涉嫌操纵股价

美国的股市是全流通的，所以风险投资商在成功推荐一个公司上市之后，往往选择退出以求盈利。而风险投资商的背后往往是国际大投行的运作。此次百度上市的承销商就是高盛、瑞士信贷、第一波士顿等著名投资银行。

百度股票发行规模较小，也是造成股价大幅上扬的重要原因。百度此次IPO的发行数量仅为404万股，占其总股本的比重只有12%，如此之小的发行规模无疑会产生稀缺效应，让投资者形成“供不应求”的感觉，从而认同百度的高股价，这是百度上市当天能够从发行价27美元暴涨至122.54美元收盘的原因。

这也许正是风险投资商追求的效果。中国股市应谨防类似炒作。

（六）《中国新时代》（2008年10月31日）：李彦宏　一个海归的成功样本

李彦宏30岁时就在美国硅谷实现了美国梦，随后回国创办了自己的第一家企业，并创造了中国企业史上的新神话，这一切都给这位年轻的海归增添了神圣光环。毫无异议，李彦宏和百度的创业故事已经成为互联网的经典案例，而这位年轻的技术派代表也成为新一代创业者们争相效仿的标杆。

39岁的李彦宏的确是一个新商业偶像的样本。作为留学生，他在30岁时就在美国硅谷挣到人生的第一个百万美金，通俗地说，就是实现了美国梦。

更让人羡慕的是，李彦宏正在“做自己喜欢的事，同时也是自己擅长的事。对我来说，搜索就是我既喜欢也擅长的事。”。

就像李彦宏在《硅谷商战》里写的：在硅谷，成功之路的第一步应该是获得风险投资——1999年底，李彦宏从硅谷风险投资商Integrity Partners和Peninsula Capital那儿融到了120万美金，利用这笔资金，李彦宏回到中国成立了百度公司。

9个月后，也就是2000年9月，另外两家风险投资商Draper Fisher Jurvetson和IDG Technology Venture又投入了1,000千万美金。

当美国正在爆发互联网泡沫的时候，百度在中国成立了，这是李彦宏创业的第一家公司。

仅仅5年时间，百度成功登陆美国纳斯达克，创造了中国概念股的美国神话，首日股价涨幅达354%，是自2000年以来纳斯达克单只涨幅最高的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一夜之间，李彦宏拥有了亿万身家，并因此使得追随他的人群中突然冒出了7个亿万富翁、51个千万富翁、240多个百万富翁……

而此时，拥有温文尔雅的风度和气质的李彦宏在国人，尤其是青少年心里成为一个神话，成为高科技与财富的象征。

有评论认为，"这一切，在中国企业史上都将成为神话，李彦宏也将超越柳传志、张瑞敏等老一辈企业家，成为中国年轻人新的榜样和创业梦想。"索尼前董事长出井伸之也曾表示，李彦宏更能代表信息经济时代的亚洲企业家，是值得年轻人效仿的时代榜样。

（七）《时代周报》（2008年12月25日）：李彦宏再造百度

百度推出"阿拉丁计划"曲线公关，借此向外界展示其战略调整的动向；其更大的意义则在于，百度重打技术牌，希望新的搜索技术能像阿拉丁神灯一样照亮用户的心，重拾用户对百度的信任。

12月18日，百度总裁李彦宏和CTO李一男出现在百度上海研发中心的揭幕仪式上，宣布旨在搜索"暗网"，以成倍扩展目前搜索引擎可扩大抓取信息范围的"阿拉丁计划"提前上马。

整改、版权、阿拉丁，这一系列的动作，被业界人士称为百度的消毒行动。可以看得出，今天的百度正在努力重建用户信心，找回企业诚信。

但是，重塑百度容易吗？丢失的信任，怎样可以找回来？

1. 挺进技术高地

12月18日下午，李彦宏低调现身上海波特曼酒店，为百度上海研发中心揭幕。在过去的一个多月中，这家搜索引擎公司遇到了成立以来最大的难题，外间一直期待李彦宏能对此"有所表态"。

搜索引擎商业模式的争议由来已久，近期，央视连续对百度和谷歌的曝光将这种争议推到高潮，在谷歌大声抗辩、称"被央视误伤"同时，百度立即开始整改。而相伴而行的却是铺天盖地的讨伐声。从传媒到网络，百度人人喊打，"再也不用百度了"的声音甚嚣尘上。

李彦宏"知错能改、善莫大焉"地进行道歉，百度快速、"大力度"地出台了一系列整改措施：下线相关关键词、开除协助作假的员工、规范竞价排名。此外，12月初，原环球唱片中国区总经理梁康妮加盟百度，准备展开一系列"绿色新政"，正视一直饱受争议的音乐版权问题。

处于旋涡当中的李彦宏强调了搜索的未来和百度的优势，给公众传递更多



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的信心。采访中,李彦宏对时代周报记者强调,百度会对竞价排名做出重大调整,更注重用户的搜索体验。

李彦宏认为,阿拉丁平台可以解决现有搜索无法抓取和检索互联网上存在的大量 hidden web(暗网)信息问题,并对人类的 Hidden Knowledge(未知的知识——百度解释)进行挖掘和整理。为此专门挖来重磅搭档。

加盟百度后首次露面的李一男表示:"如何将已知和未知信息分门别类地融合,有序地纳入到我们的知识范畴,并且能够为用户提供零成本、无障碍、无时差的精确送达,是有史以来我们在技术上面临的最大挑战。未来,百度将加大在研发上的投入,继续深化搜索技术。"

李一男强调,一直以来,搜索技术都是百度生存和发展的根本,百度在技术研发上的人力和资金投入,一直都是业内最多的。

受李彦宏之邀前来参加揭牌仪式的互联网技术专家高卢麟认为,随着百度进一步强化技术,李一男在百度的作用也将更加明显。

一位业内资深人士认为,百度所推出的阿拉丁平台,"希望做一次曲线公关,向外界展示其战略调整的动向,其更大的意义则在于,百度重打技术牌,希望新的搜索技术能像阿拉丁神灯一样照亮用户的心,重拾用户对百度的信任。"

2. 反思公司价值

百度这一个月以来的种种努力,人们都已经看到,但是,重塑百度并不容易。前述互联网资深人士认为,搜索、竞价排名成就了百度。在商言商,但商业行为也不能违背道德伦理。所谓商道,就是商业规则加道德。做企业,也是做人,在商业规则之外,道德同样不可或缺。

正望咨询公司总裁吕伯望表示,现在,人们需要的是更方便、更迅速、更准确、更公正、更有序、更道德的搜索引擎,必须在"公正"和"客观"之间做到平衡,在商业和道德之间做到兼顾,唯有如此,搜索引擎才能真正促进互联网行业和人类社会的健康发展。

业界人士也强调,对百度而言,改革竞价排名、改变心态,才是关键。能力越大,责任越大,在即将到来的网络社会中,百度更应该肩负起自己应负的责任。

(八)千龙网(2009 年 1 月 6 日):竞价模式受质疑,搜索引擎为何频频"出错"

1 月 5 日,全国整治互联网低俗之风专项行动启动,同时公布了一批存在大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量违反社会公德、损害青少年身心健康的低俗内容的网站名单，其中两家著名搜索引擎公司谷歌与百度均榜上有名。据称，谷歌的“网页搜索”、“图片搜索”结果中存在大量淫秽色情网站链接；百度的“百度贴吧”以及“百度空间”中存在大量的低俗图片，部分板块存在淫秽色情的内容；“百度搜索”的“网页搜索”结果中存在大量淫秽色情网站链接。

曾经的本土搜索领军者何以一时间“千夫所指”？

1. 竞价排名惹的祸

在中国互联网界，百度可谓是一匹黑马。2000 年 1 月 1 日百度成立后，凭借其首创的竞价排名商业模式迅速崛起。2005 年 8 月 5 日，百度在美国纳斯达克上市，成为当年全球资本市场上最引人注目的上市公司。到 2008 年，百度已经坐稳中国搜索引擎领域的头把交椅，垄断了国内七成的市场份额。据不完全统计，竞价排名为百度带来了 80% 以上的经济收入，是当之无愧的“核心业务”。

然而，去年 9 月 12 日，天涯社区出现一篇《三鹿集团公关解决方案建议》的电子扫描版，让百度的竞价排名模式陷入空前被动。在这份所谓的“公关解决方案建议”中，代理三鹿集团公关业务的北京涛澜通略广告公司称应“与百度搜索引擎媒体合作……在此事还未大肆曝光的特殊时期，尽快与百度签订 300 万的框架协议……小网站的恶意报道均可被删除”。这篇帖子在网上产生很大影响，不少网民认定，百度拿钱后，屏蔽了有关三鹿集团的负面新闻。

接下来，去年 11 月 15 日和 16 日，中央电视台《新闻 30 分》栏目播发连续报道，披露百度的竞价排名导致搜索结果不公正和误导消费者的现象。调查显示，劣药假医出现在百度的搜索结果中，且排名靠前，使患者不仅花了冤枉钱，还延误了病情。

去年 12 月 16 日，《新闻 30 分》又播发《虚假信息网站借“船”撒网，搜索引擎亟待规范》的报道，对整个搜索引擎行业存在的“黑金产业链条”和虚假信息现状进行了报道分析。

媒体的报道，引发了公众对“搜索霸权”的广泛关注。

2. “搜索霸权”涉嫌垄断

“如果百度给用户推荐了不好的东西，用户自然会选择别的搜索引擎。”百度公司总裁李彦宏认为，受客户委托提供竞价排名、广告等服务，是搜索引擎的正常业务，这种商业模式本身没问题。

然而，长期从事反垄断法研究的中国人民大学法学院教授吴宏伟认为，作为占有中国七成以上市场份额的搜索服务提供商，百度屏蔽相关网站和信息，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通过竞价排名误导消费者购买排序靠前产品，已属于垄断霸权行为。

3. 加强自律方能走出信任危机

据调查显示，百度在北京和上海的市场份额已分别下跌2.5%和1.2%。面对当前这场由百度引起的公众信任危机，如何尽快找到一条合理健康发展之路，已成为本土搜索引擎无法回避的重要课题。

中国人民大学新闻学院教授陈力丹认为，搜索引擎已不仅仅是一项网络技术和一个提供信息的普通平台，它已发展成为一种具有广泛影响力的新型媒介，能够控制信息流动，起到舆论导向作用，直接影响人们认知世界的方式。此次百度遭遇的危机暴露出这一行业职业操守缺失，严重损害了信息甄选机制的独立性和公正性，也损害了这一新型媒介的公信力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 批批吉服饰：风口浪尖

一、案情回顾

（一）PPG 简介

批批吉服饰（上海）有限公司成立于 2005 年 10 月，前身是上海佩吉电子商务有限公司。该公司注册资金为 50 万元，法人为李继光，实际控制人是其子李亮（David Lee）。

批批吉服饰（上海）有限公司的品牌为 YES PPG 衬衫，目前主要经营男士短袖衬衣、真丝领带、牛仔裤、PPG POLO T 恤衫、正装和休闲衬衣等服饰。PPG 通过现代网络平台和呼叫中心进行直销，24 小时为全世界消费者提供专业服务，并通过完善的配送系统将产品送到消费者手中。它将现代电子商务模式与传统零售业进行创新性融合，加以卓越的供应链管理；靓丽的款式颜色，高性价比的商品，以及送货上门、货到付款的便利服务使得 PPG 深受消费者欢迎，使平价时尚成为一种风潮。另外，PPG 还是国内第一家实行 90 天退货换承诺的服装公司，保证了消费者的利益。

PPG 公司作为中国新经济领域“轻公司”、“快公司”的代表，宛若国内纺织服装行业的一匹黑马，经过两年的时间，其销售量和销售总额已经跻身国内男装行业的前列。PPG 公司专注男式衬衫，依托网站，不是互联网企业，没有工厂没有门店，却取得了日销售衬衫 1 万件的好成绩，获得了 2007 年度商界论坛中国峰会最佳商业模式第三名，而此时 PPG 创立不过两年。PPG 取得如此巨大的成功，主要来自于借助电子商务方式实现了服装这一传统领域的轻资产运营。PPG 作为一家新型的服装公司，没有任何自己的生产实体，全部产品均由外包、产品销售没有任何实体店，只通过产品目录、电话呼叫中心和网站在线实现销售，公司的物流和产品质量控制也基本外包。公司本身主要负责品牌的宣传推广、供应链的管理。通过生产和销售的轻型化，公司产品的成本费用相比传统纺织服装企业（自己生产和自己销售）大幅降低，因此同类产品可以更优惠的价



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格实现销售以吸引顾客群并推动销量的增长。PPG 的优势在于其借助 IT 系统整合了生产、采购、物流和仓储系统，打造了一个相比传统企业更为快速的供应链，并通过销售数据分析实现了高库存周转率和产品后续开发采购更具有针对性。

作为国内第一家采用直销的服装企业，PPG 具体经营模式为：先到线厂去买线，然后再找布厂生产布，再让广东或者浙江的企业代工生产出衬衣，最后通过目录销售、电话订购、网上销售的形式把成衣卖出去，如此便省去了很多的中间环节，原料采购、成品加工、设计研发、质量监控以及物流系统都从外部整合，从而一下子降低了成本。

PPG 公司借助中国高速发展的互联网技术应用与直销模式（"直销模式"实质上就是通过简化、消灭中间商，来降低产品的流通成本并满足顾客利益最大化需求。）的高效传递，在不到 2 年的时间内，在国内市场取得迅速的扩展。其独特的经营与销售理念及市场的高速发展所带来的令人惊喜的销售业绩与财务表现先后赢得了 TDF、JAFCO ASIA 与 KPCB 国际性风险投资公司的关注和青睐，并获得他们的联合大量注资。PPG 的大股东如下图所示：

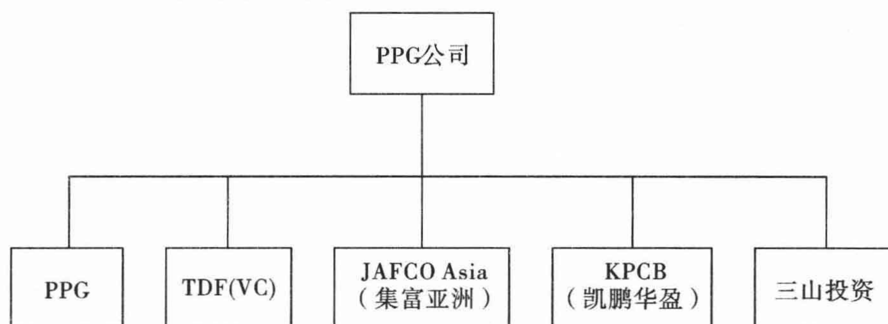


图 12－1　PPG 大股东结构

在三大风险投资公司决定联合注资 PPG 公司的众多原因中，皆表示看好 PPG 公司的商业模式，PPG 商业模式的核心在于生产销售与供应链管理。PPG 品牌男装完全由长三角地区的 7 家企业贴牌生产，PPG 只负责产品质量管理，然后通过无店铺的在线直销和呼叫中心方式，将产品直接交到消费者手里——由此打造了传统营销无可比拟的低成本优势、渠道优势。同时，PPG 强化了以品牌为核心的供应链管理，力图打造自己的品牌，塑造更有利的品牌优势。

在服装行业的一些人看来，没工厂、没实体店铺、没自有物流体系的 PPG 因少了很多耗资不菲的实体机构，而成为名副其实的"轻公司"。在整个销售过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，PPG 仅负责制定款式、采购原料，然后交给工厂加工成品，委托第三方机构进行质量检验，PPG 靠“网站 + 呼叫中心”、“广告 + 呼叫中心”，以及“目录 + 呼叫中心”的方式获得订单，最后通过物流公司送到客户手中。

“我们既不是服装企业，也不是互联网公司，而是一家数据中心，甚至你可以认为是一家服务器公司。”作为 PPG 公司的创始人兼 CEO 的李亮把 PPG 描述为“衬衫行业中的戴尔电脑”。

（二）PPG 结缘风险投资

批批吉服饰（上海）有限公司的前身为上海佩吉电子商务有限公司，该公司成立于 2005 年，注册资金仅为 50 万元，法人为李继光，实际控制人则是其子李亮（David Lee）。这是一家上海典型的家族作坊企业，并不存在任何外资背景。2006 年下半年，出于抛掉历史包袱的考虑，李亮计划注册了一家新的公司，也就是现在的批批吉服饰（上海）有限公司。此时，风险投资商的介入也为李亮提供了契机。

第一轮融资：2006 年三季度，PPG 获得了 TDF 和 JAFCO Asia（集富亚洲）的联合投资。

第二轮融资：2007 年 4 月，PPG 获得了第二轮投资，除了第一轮的 TDF 和集富亚洲追加投资之外，还引入了美国最大的风险投资基金 KPCB。两轮投资合计资金达到 5,000 万美元，接近 4 亿人民币。PPG 的 CEO 李亮总结：前两轮的风投资金一部分用在了广告上，“我们 2007 年投了 2.3 亿元的广告”（这个数字比业内估计要高不少），而另一部分则存进了银行，用作投资理财。

第三轮融资：2007 年底，头顶“国内服装直销老大”称号的批批吉服饰有限公司（简称“PPG”）完成了其来自三山投资价值 3,000 万美元的第三轮融资。至此，PPG 共募集资金 8,000 多万美元。最近一轮的来自三山投资 3,000 万美元的注资，也使得 PPG 最终启动了“章鱼计划”。所谓的“章鱼计划”是指拥有一个大的身体，即设立在中国的制造、物流、呼叫中心等，而触角则是互联网，触角范围——开设美国加州首家境外分公司，同样采用“轻公司”模式，通过互联网，将美国的订单在中国进行生产、包装和发送。

PPG 公司 CEO 李亮说，PPG 经过前三轮融资后，中国所有的初创团队，截至目前，占 PPG 的股份超过 50%，而李本人占团队比例超过 90%，即差不多占 PPG45% 的股权。而集富亚洲和 KPCB 各占 20% 左右，三山基金大致占 10%，剩下的是一些管理层的股份。所以在 PPG 的股权结构中，李亮加上管理团队的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股份，处于绝对控制地位。

第四轮融资：2008 年 9 月，PPG 完成第四轮融资，获得来自美国一家百货公司 1 亿美金注资，主要投到 PPG 美国，用来发展和开拓美国市场，收购特定需要的公司。这已经是 PPG 的第四轮融资。PPG 前三轮获得的风险投资累计超过了 8,000 万美元。

事实上，这笔资金已经不算是风险投资，而是极其重要的战略投资。风险投资主要以上市退出作为主要目的，而战略投资者最关心的则是企业能带来多少新客户、新资源、能赚多少利润，对其现有的业务有无明显的帮助。

据了解，这笔钱的 80% 将花在 PPG 美国市场的开拓与发展。其余将旨在全球范围建立采购中心。

表 12－1　PPG 融资历程表

时间	金额	投资人
2006 年三季度	不详	TDF 和 JAFCO Asia(集富亚洲)
2007 年 4 月	累计 5,000 万美元	TDF、JAFCO Asia 集富亚洲和 KPCB(凯鹏华盈)
2007 年底	3,000 万美元	三山投资
2008 年 9 月	1 亿美金	美国一家百货公司

TDF 成立于 2000 年，是建于中国市场的区域性风投公司，其业务专注于对大众消费品、媒体以及高科技行业进行从初创到发展期的投资。TDF 团队目前在中国管理两个基金，包括 2000 年成立的 TDF China Fund I L. P.，以及 2005 年 7 月成立的 TDF Capital China II L. P.。TDF 的成功投资案例有阿里巴巴、百度、分众传媒等，在中国最活跃 VC 榜上位居第 3。

集富亚洲 JAFCO Asia 于 1990 年在亚洲成立，是一个以亚太区为主导的投资基金，旗下基金管理规模达 5 亿 7 千万美元，专注于投资中、早期高增长企业。集富亚洲现设有五个办事处，分别在：新加坡、香港、台北、韩国和北京。集富亚洲推出的项目包括 2004 年被雅虎收购的 3721，香港主板上市的中国无线科技等。

凯鹏华盈 KPCB(Kleiner Perkins Caufield & Byers)成立于 1972 年，在 TDF 与 JAFCO Asia 的介绍下，也加入到对 PPG 的投资队伍中。KPCB 是美国最大的风险投资公司之一，曾投资过 Google、AOL、亚马逊、网景、康柏和 EA 等国际知名的 IT 公司。投资 PPG，应该是其第一次进入中国市场。

三山投资是一家总部设在香港地区的基金公司，其资金来源于美国，并全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部投入中国内地市场。其创始人包括前中银国际 CEO 李山、前高盛全球总裁约翰－桑（John. Thornton）。PPG 是其在消费品行业投资的第一个企业。此次选择 PPG 是因为看好其市场、模式及团队。

（三）PPG 与广告公司、供货商的恩怨情仇

1. PPG 公司因拖欠广告费惹官司

2005 年 12 月 1 日，PPG 前身——上海佩吉电子商务有限公司与唐神广告签订广告合同，委托后者于 2005 年 12 月 3 日至 12 月 30 日期间在上海电视台与东方电视台各频道投放“PPG”电视广告，合同总金额为 100 万元人民币。广告播出后，佩吉支付了唐神 7 万元广告费，剩余 93 万元一直未付。2006 年，唐神广告在上海闸北区法院就佩吉欠款一事提起诉讼，法院判决原告胜诉，要求佩吉承担付款责任。然而，唐神广告迄今为止仍未收到佩吉的余款支付。

今年 2 月，另外两起针对 PPG 的诉讼也由其他广告公司提起。据上海法院网站检索结果显示，这两家广告公司分别为上海旷视广告有限公司和上海元太广告有限公司，案由为承揽合同纠纷。

在所有花费中，广告曾是 PPG 的一大笔支出。PPG 发展初期，广告投入是销售额的 150%，后来又逐步下降到 70% 和 30%。2007 年，在获得风险投资后，PPG 开始大量的广告轰炸。PPG 公司 CEO 李亮也承认，2007 年，PPG 的广告费达 2.3 亿人民币之多（相当于 3,000 多万美金）。

但从 2007 年底开始，PPG 拖欠供货商、广告公司欠款等问题开始见诸报端，一时间媒体纷纷开始质疑 PPG 的模式和未来的前景。

据此前媒体报道，PPG 拖欠上海中润解放传媒、唐神广告、旷视广告、元太广告等几千万元广告费用。

当记者问及 PPG 与供应商官司，李亮有些无奈，“这个问题去年就回答过了，PPG 有这么大的销售量，这样一个公司有这么一点儿官司算什么？”

而对于广告公司的债务，李亮的态度是，“第一要把水分挤掉不能欺负我，第二，如果不挤掉水分，就要给我们多点儿时间，让我慢慢还你钱。”

2. PPG 公司因拖欠货款惹官司

除了因拖欠广告费与广告商打官司外，还有两起官司则来自于曾与 PPG 合作的供应商方面。一为江苏虎豹制衣，一为卓越织造，案由为拖欠货款。虽然，在与卓越织造案中，PPG 胜诉并获得对方 200 万元人民币赔偿，但是这一系列官司纠纷无疑给 PPG 带来了品牌重创，由此引发业内对 PPG 的诸多猜测。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但从PPG创始人李亮的角度来看,由于PPG的服装制造都是外包的,而中国的贴牌工厂又做惯了沃尔玛那种产品,很多在质量上有所欠缺,不符合要求,而这时供货商又不愿接受退货,因此造成了公司与供货商之间的货款纠纷真是情非得已。在完成第三轮融资之后,李亮公开表示,“我们从去年就开始盈利了。我们到今天都不太缺钱!”

而有关PPG在2007年的销售收入,不同媒体有不同版本的估算,相差相当悬殊,作为一家私有企业,PPG在上市前没有义务透明化它的数据。《财经时报》曾透露,“根据我们获得的数字,PPG 2007年的衬衫销量已经超过雅戈尔了。”那么推算起来,PPG在2007年的收入应该超过10亿元。

可是因PPG快而耀眼的升空,随之而来的是不少于20家后进的模仿者——比较知名的有,创始人为陈年的VANCL(中文名称叫凡客诚品),陈年2,000年参与创办卓越网;报喜鸟旗下的BONO,雅虎中国前总裁田健进入报喜鸟之后担任了BONO的总经理等。这些竞争者密切追踪着PPG的种种数字,却不无惊讶地发现,PPG的月平均销售额仅维持在2,000万元人民币左右。就是说,PPG全年的收入约为3亿~5亿元,与10亿元收入之说相差颇远。报喜鸟旗下品牌BONO副总裁高峰就说,类似PPG、BONO这样纯粹服装直销的品牌,目前市场空间大概只有10亿元左右,服装直销市场不如想象的那么大。

二.各方评述汇集

(一)《南方日报》:没有“人和”的PPG何药可救?

其兴也勃焉,其亡也忽焉。在国内首创衬衫网上直销模式的PPG,正在遭遇空前的信任危机。从携巨款潜逃到被风投抛弃,种种传言不断,而其创始人李亮,看起来不但没有妙手化解危机,反而在火上浇油,简直要把原本紧张的各种关系悉数摧毁。

先看与风投的关系。之前,来自投资界的消息称,凯鹏华盈、华盈创投、集富亚洲等PPG投资人开始为PPG寻找新的管理层。但李亮则反击,风投之前压根儿没给PPG那么多钱。“公司成立以来,总共才融资到3,600万美元,我没吹嘘,是风险投资吹的,哪个风投不吹?非要说我融了8,000万美元的资金,这是行业里的笑话。”如此一说,风投岂不颜面扫地,以至老羞成怒?

再看和管理层的关系。PPG早先亲如一家的管理团队已分崩离析——COO黎勇劲离职去了土豆网,运营副总裁黄朗阳转投VANCL,CFO王彦丰离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职。江湖上山不转水转，抬头不见低头见，离职了也要留点儿余地。但李亮放言，“公司只有一个人不能离开，那就是我。PPG是我一个人做的，招聘了一些人。”甚至称原CMO赵奕松“拿了广告公司回扣，年初起就不再担任工作”，抨击到职业道德败坏的程度，基本上是不留余地了。

PPG与供应商关系也很紧张。之前业界就传出虎豹制衣提供的服装因尺寸不对和甲醛味道严重等问题而被PPG拒收；卓越织造因为提供的POLO衫严重缩水褪色而被PPG拒绝支付款项等等消息。严重者甚至有生产商甚至带着当地法院的人，跑到PPG位于上海青浦的办公地，冲进电机房拉闸断电，致使PPG整个呼叫系统全部瘫痪数小时，对抗之激烈可见一斑。

PPG最高峰时，每天能卖掉一万件衬衫，月销售量在2000万元左右。但现在，PPG销量跌到了谷底，据说不到高峰期的1/5，员工减少了2/3。有分析人士说，PPG成功的核心是特立独行的“轻公司”商业战略，而它目前遇到的困境，本质上也是过犹不及的“轻公司”模式，过于轻视产品链、过分重视广告链，从而导致PPG生意链的失衡，大投入低产出所造成的重负，最终拖垮了这家以“轻”为生存状态的另类公司。

但窃认为，PPG首创衬衫网上直销模式，拥有过天时；在上海北京一度风靡，亦有地利；但PPG崛起后，却忽视了外部合作关系的维护，到最后破坏殆尽，“人和”尽失，才是PPG陨落的根本。漏洞百出后，李亮还坚称，“公司从来都没有问题，现在活得很好”。姑且不论此言是掩耳盗铃抑或是盲目自信，都只能让人再有一声叹息。

(二)《IT时代周刊》:PPG三岁即衰　皆因公司过“轻”

2007年是PPG风头尽出的一年，2008年看起来也是如此。不同之处在于，2007年的PPG靠铺天盖地的广告成为服装“名牌”，2008年的它，却因为一波又一波的负面新闻成为舆论焦点。

PPG于2005年10月在上海成立。在经历了两年的低调后，去年，PPG号称每天已经能卖出一万件衬衫，销售量直逼当年国内市场占有率第一的雅戈尔（日销售量为1.3万件）。但后者达到这个规模用了近30年，而PPG只有两岁，它的成长速度着实惊人。而且在惊人发展速度的背后，一直潜藏着业界对PPG的诸多疑问。

业界认为，支撑起PPG销售神话的是广告，尤其是2.3亿元的广告投入使PPG成为2007年国内服装行业的“标王”。问题是，一家2005年10月才成立



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的公司哪里来的如此财力。

按 PPG 的公开说法,2007 年该公司的销售额已经达到 10 亿元,但有业内人士怀疑 PPG 数倍夸大了实际销售额。

受到怀疑的还有 PPG 先后获得的三笔风投融资,PPG 曾对外声称融资总额为 8,000 万美元。据《IT 时代周刊》了解,实际到账金额远没有那么多。李亮回应此次"潜逃门"时也直言,一共才融到 3,600 万美元的资金,8,000 万美元是风投们的吹嘘。

更叫人大跌眼镜的是 PPG 在今年内屡次陷入债务纠纷。江苏虎豹集团、广州卓越织造上海分公司等合作厂商,以及上海中润解放传媒有限公司、分众传媒等广告公司,都与其有债务纠葛。

一时间,种种疑问令 PPG 资金链断裂的传闻甚嚣尘上。

但 PPG 及李亮每次都回应公司的经营一切正常,欠款不还也事出有因,不付钱给合作厂商,是因为它们的产品质量有问题;不付钱给广告公司,是因为里面有回扣,李亮不愿意屈服于中国广告业内的"潜规则"。

还有去年底推出的打折网和今年大幅削减广告投入的举动,仿佛 PPG 每动一下,质疑的声音就多一分。

就在许多人大呼 PPG 是件"缩水衬衫"的时候,PPG 向外界传递了一个好消息:9 月份,PPG 美国公司获得了美国一百货公司 1 亿美元的战略融资,而且只占 PPG 美国不到 50% 的股份。

PPG 美国公司今年 3 月底才注册成立,半年之后就凭借不足 50% 的股份吸引来 1 亿美元的融资,实在令人惊讶。加之 PPG 当时拒绝透露具体的投资方,第四轮融资被部分业内人士看作 PPG 为洗脱传言投出的"烟幕弹"。

最让人捉摸不透的是,在"潜逃门"爆发后与李亮一样失声的风投竟然和李亮在同一时间出来讲话了,两者间的默契令人吃惊。集富亚洲、KPCB 和三山基金均表示依然看好 PPG,并否认正在寻找李亮替代人一说。

在风投集体失声的这段时间,曾有知情人士透露,投资者已经自认 PPG 项目是个失败的案例。不过,尽量减少投资失败造成的声誉损失,也是投资业内的"潜规则"。

(三)《IT 时代周刊》:PPG"轻"过了头

看着 PPG、凡客诚品和 BONO 等网络服装公司一路走来,这种基于 B2C 的"轻模式"引起了业界广泛讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国综合开发研究院物流管理研究中心主任王国文表示,轻公司最大的优势是甩掉了庞大的资产包袱,不仅省掉了生产环节的资产性投入,而且充分利用电子商务平台,能获得可观的利润。他同时也提醒,轻公司应该把握从原料生产到加工制作的主要过程,重视供应商的选择和管理,建立完善的管理体系。而在电子商务专家卢烨看来,衬衣 B2C 模式是一个完全依靠营销和广告吹起来的商业泡沫,待消费者冷静之后,广告制造出来的消费流行和冲动就会转瞬即逝。

由于没有实体店铺,“轻公司”的客户无法在购买前亲身体验商品,导致它们要冒很高的退货风险。此前,已有统计数据称,PPG 的退货率为 15%,凡客诚品为 10%。

服装业内资深观察人士锐宏建议,在崇尚品牌体验的时代,要注重顾客体验和品牌内涵价值的提升,PPG 应该考虑单一向媒体投放广告的风险性,适当评估是否要开设线下体验店。

据了解,报喜鸟旗下的 BONO 在近期已经有实体店铺“落地”了。BONO 副总经理高峰表示,网上衬衫的“落地”,正是为了培养消费者对品牌的了解、认知,从而在电子商务领域获得更多的忠诚客户。

最有说服力的恐怕就是轻公司模式的鼻祖——戴尔公司的转型。在坚持了数年直销模式后,戴尔被惠普挤下了全球 PC 霸主的神坛。该公司在 2007 年也走上了传统的渠道之路,把渠道零售商编入自己的销售链。在戴尔最近一季的收入中,已经有一半是渠道的功劳。

和利创投合伙人孔令国结合自己的经验指出,商业模式的创新,风险是很难预测的,要真正改变人们的消费形式很难。

过多纠结于 PPG 各种传闻的真假没有太多意义,观察第一个吃螃蟹人的表现,总结经验更重要,就像锐宏所说,“PPG 存在的问题并不是一个特例,而是其商业模式本身的弊端,具有普遍性。因此,PPG 所面临的问题,也正是那些跟随者即将面临并要着手解决的问题。”

(四)《世界营销评论》:探 PPG 营销的“三喜”与“三忧”

1. PPG 的“三喜”

(1)营销模式的成功。

众所周知,传统服装业的渠道主要有三种模式:代理制、直营以及特许加盟。

PPG 突破了行业的限制,进行了营销模式的创新,以区别于传统渠道分销



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的模式，利用直销模式，通过“产品目录＋订购热线”、“广告＋订购热线”、“直销网站＋订购热线”等方式，实现了无店铺销售，并配以卓越的供应链管理，于是取得了成功。

(2)品类的成功。

男式衬衫行业，品牌众多，作为新晋品牌，PPG利用直销模式，创造出一个区别于传统衬衣的直销衬衣，或者叫“便捷衬衣”。它赢得的是年轻消费者的喜爱，男性衬衫更新速度快，是非常接近快消品的一个种类，而年轻男士一般不喜欢逛街，直销衬衣为他们提供了这种方便、快捷、性价比高的选择。

品牌要成功，更应该是一个品类的成功，品类比品牌更具有号召力。这正是风险投资和消费者以及服装业界对PPG如此热捧的原因。

(3)要学会谋势。

PPG借用了当当网、易趣、卓越、淘宝等电子商务网站对中国直销消费习惯的培育，借其势而“乘风而起”。

2. PPG的“三忧”

(1)核心竞争力的模糊。

产品不是PPG的核心竞争力，品牌不是PPG的核心竞争力，直销模式也不是PPG的核心竞争力。

随着“BONO”、“ BBS”、“ 51衬衫”、当当网等竞争者的快速跟进，在一片混战中，核心竞争力模糊的PPG，该何以保持领先优势?

(2)产品的隐忧。

不管传统模式也好，直销模式也罢，服装毕竟主要还是体验消费。产品质量，始终是赢得市场的关键。

当直销带给消费者的价格兴奋期开始疲惫的时候，下一步就是进入到产品质量的阶段，在产品质量这方面，PPG与传统的服装企业相比，还有相当大的距离。

毕竟PPG更像一个渠道品牌，这样的企业定位，必须以消费者对这个渠道品牌的信任为基础，而信任的主要来源就是产品的质量。

最近有消费者抱怨PPG货对不上广告承诺，就是一个信号。

(3)品牌的问题。

PPG是一个男式衬衫品牌吗?什么时候能让消费者产生穿PPG很荣耀的感觉呢?

这对于PPG来讲，是一个难题。毕竟，所有的直销衬衣，当然也包含PPG，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很少有把自己的 LOGO 放在衣服胸前的,这就是直销衬衣品牌的尴尬。

不是不想,而是不敢。毕竟服装消费还是一种精神消费,精神消费的核心就体现在品牌身上。我们相信,如果到了某一天,消费者以穿印有 PPG 品牌 LOGO 的衣服为荣的时候,就说明 PPG 完全成功了。

本书点评

不能过度自以为是、自我膨胀。直销的本质就是减少流通环节,降低成本,给消费者以实惠,走贫民化路线。谁见过 LV 在网络直销? 品牌的内涵是什么? 是多少年、多少代人的积淀。PPG 以为用广告地毯式轰炸,混个脸熟就是世界名牌了。也许这是暴发户心嘴脸,不光 PPG 这样想,很多商人都是这样想的。赚点儿小钱就要做世界品牌,说一些气吞山河豪言壮语。再加上无知的记者瞎起哄,有些暴发户就头晕了。想套用周星驰的台词:如果到了某一天,消费者以穿印有 PPG 品牌 LOGO 的衣服为荣的时候,就说明 PPG 完全成功了,如果在前面加一个期限,那就是一万年。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十三章 如家快捷酒店

一、案情回顾

(一)如家快捷酒店简介

如家酒店连锁于2002年6月由中国资产最大的酒店集团——首都旅游国际酒店集团、中国最大的酒店分销商——携程旅行服务公司共同投资组建。它是国内较早出现的经济型连锁酒店。所谓经济型连锁酒店，是一种新型的业态，是与国际标准接轨的，专业化、品牌化、连锁化发展的酒店设施。经济型酒店在房价上是低廉的，但提供的硬件设施和服务水平并不低档，提倡为客人提供价格适中、物有所值和满足型的服务。经济型酒店实质上就是住宿功能突出、其他功能简化甚至取消的单一功能性酒店，其核心在于服务有限、设施简约、价廉物美，可以归结为B+B，即床(Bed)+早餐(Breakfast)。

作为国内居首的经济型连锁酒店，如家一直采用两种商业发展模式，即租赁经营和特许经营。因此，如家快捷酒店也分为直营店和特许店。对经济型酒店来说，它们各有优劣。直营店所有团队都是如家的员工，能够体现品牌管理上的优势，并且所有物业改造、投资都由如家完成，如家对酒店物业有100%的控制权，也就是说，直营店所有的盈利都由如家保留，从盈利数值上看，比特许店高。但是，特许店不需要如家的现金投资，不占用有限的现金流，其毛利率就比较高。在经济型酒店战火越烧越旺的当下，通过特许经营方式，能够快速在目标城市布点以实现扩张。

如家酒店集团旗下拥有如家快捷酒店、和颐酒店两大品牌，现已在全国30多个省和直辖市覆盖100多座主要城市，拥有连锁酒店500多家，形成了遥遥领先业内的最大的连锁酒店网络体系。

经济型连锁酒店品牌——如家快捷酒店，提供标准化、干净、温馨、舒适、贴心的酒店住宿产品，为海内外八方来客提供安心、便捷的旅行住宿服务，传递着适度生活的简约生活理念。

中高端商务酒店品牌——和颐酒店，为境内外中高级商务及休闲旅游人士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供高科技智能化的酒店住宿产品和独具特色的"HOWEVER 贴心服务",让您在人性化的舒适体验中畅享旅途的自然自在。

2006 年对于如家酒店是不同寻常的一年。北京时间 2006 年 10 月 26 日晚,如家快捷酒店(NASDAQ:HMIN)正式登陆美国纳斯达克证券交易所。上市前后,如家股权结构如表 13 – 1 所示:

表 13 – 1　如家股权结构表

持股方	IPO 前持股		IPO 中售股		IPO 后持股	
董事和高管	持股数量	所占比例	售股数量	所占比例	持股数量	所占比例
沈南鹏	5,380,389 股	9.83%	无	无	5,380,389 股	8.34%
梁建章	4,033,342 股	7.37%	无	无	4,033,342 股	6.26%
孙坚	691,556 股	1.26%	无	无	691,556 股	1.07%
吴亦泓	444,771 股	小于 1%	无	无	444,771 股	小于 1%
梁日新	790,543 股	1.45%	无	无	790,543 股	1.23%
梅蕴新	无	无	无	无	无	无
鲍民	无	无	无	无	无	无
施兆莘	无	无	无	无	无	无
章苏阳	无	无	无	无	无	无
所有董事和高管	11,340,601 股	20.72%	无	无	11,340,601 股	17.58%
投资方和献售股东						
Poly Victory 投资公司	13,364,140 股	24.45%	无	无	13,364,140 股	20.73%
Asiastar IT 基金	12,286,828 股	22.46%	3,686,048	6.74%	8,600,780 股	13.34%
IDG	7,372,217 股	13.48%	2,211,665	4.04%	5,160,552 股	8.0%
季琦	4,411,294 股	8.06%	无	无	4,411,294 股	6.84%
Chung Lau	4,033,342 股	7.37%	无	无	4,033,342 股	6.26%
Susquehanna 中国投资	2,873,940 股	5.25%	无	无	2,873,940 股	4.46%
Kangaroo 投资	130,633 股	小于 1%	130,633 股	小于 1%	无	无

数据来源:如家招股说明书(英文)

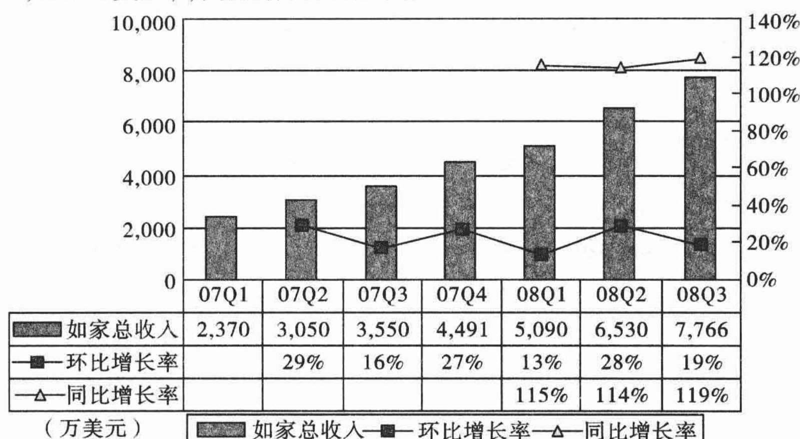
注:(1)表中所提到股票为如家普通股。(2)计算 IPO 后持股比例时未考虑承销商行使超额认购权。(3)Chung Lau 是梁建章的妻子。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



北京时间2008年8月12日，如家快捷周二公布了截至9月30日的2008年第三季度财报。财报显示，如家快捷第三季度总营收为人民币5.273亿元（约合7,770万美元），同比增长98.0%。



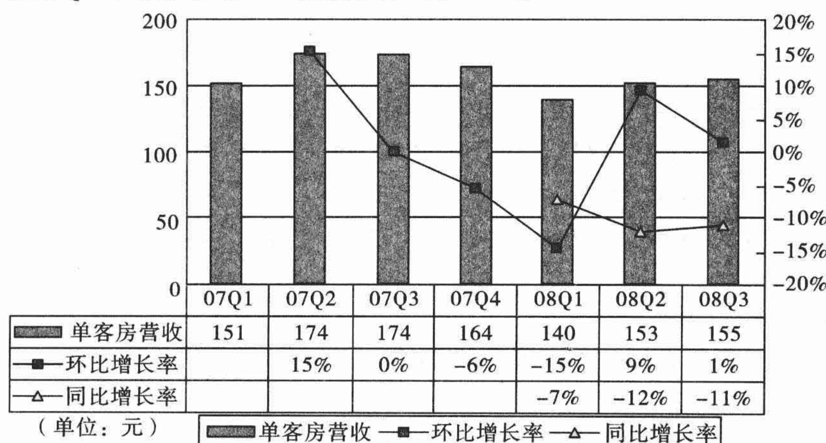
	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
如家总收入	2,370	3,050	3,550	4,491	5,090	6,530	7,766
环比增长率		29%	16%	27%	13%	28%	19%
同比增长率					115%	114%	119%

（注明：图表数据采用美元比较计算，正文部分采用人民币计算，由于人民币升值，致图表数据环比同比数据与正文文字说明部分不一致。）

图13－1　如家快捷2007～2008年季度总营收入

截至2008年9月30日，如家共有414家酒店投入运营，每家酒店平均客房数量为120间。如家的酒店业务已经覆盖了中国83个城市，包括291家租赁经营酒店，以及123家特许经营酒店。

如家Q3单客房营收155元，同比下降11%。

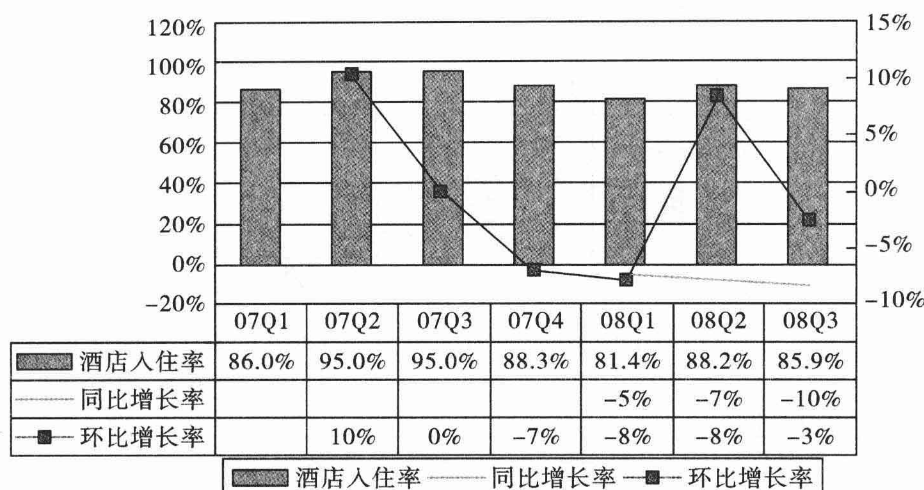


	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
单客房营收	151	174	174	164	140	153	155
环比增长率		15%	0%	-6%	-15%	9%	1%
同比增长率					-7%	-12%	-11%

图13－2　如家快捷2007～2008年单客房季度总营收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

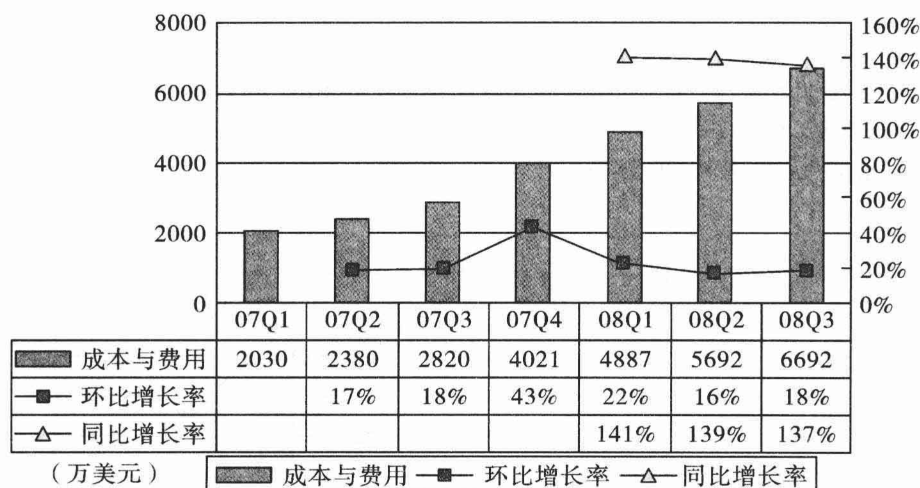
如家 Q3 酒店入住率 85.9%，同比下降 10%。



	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
酒店入住率	86.0%	95.0%	95.0%	88.3%	81.4%	88.2%	85.9%
同比增长率					-5%	-7%	-10%
环比增长率		10%	0%	-7%	-8%	-8%	-3%

图 13-3　如家快捷 2007～2008 年季度酒店入住率

如家 Q3 总运营成本和支出 4.543 亿元，占总营收的 84.9%。



	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
成本与费用	2030	2380	2820	4021	4887	5692	6692
环比增长率		17%	18%	43%	22%	16%	18%
同比增长率					141%	139%	137%

图 13-4　如家快捷 2007～2008 年季度成本与费用

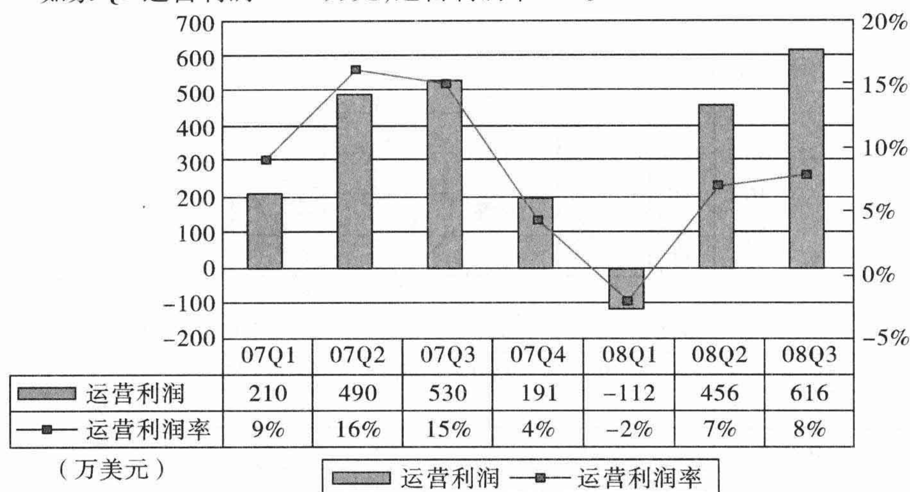
如家第三季度总运营成本和支出为人民币 4.543 亿元（约合 6,690 万美元）。不计入股权奖励支出（不按照美国通用会计准则），如家第三季度总运营成本和支出为人民币 4.478 亿元（约合 6,590 万美元），在总营收中所占比例为 84.9%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如家 Q3 运营利润 4180 万元,运营利润率 8%。



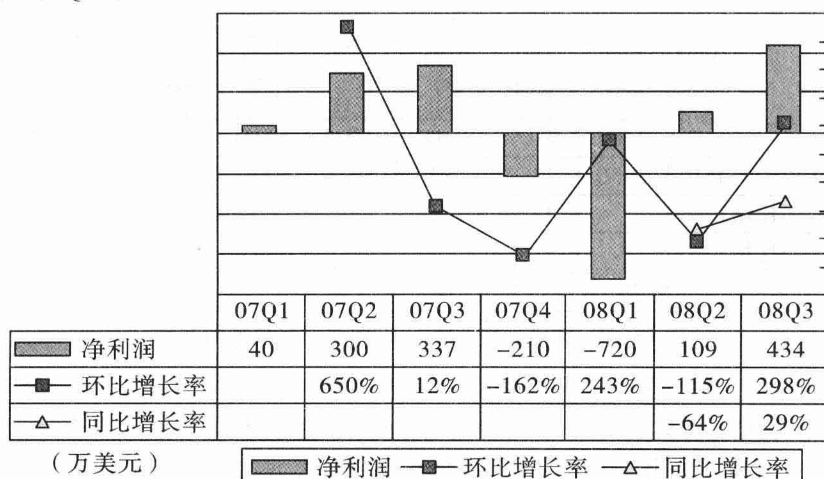
	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
运营利润	210	490	530	191	-112	456	616
运营利润率	9%	16%	15%	4%	-2%	7%	8%

（万美元）

图 13-5　如家快捷 2007~2008 年季度运营利润

如家第三季度运营利润为人民币 4,180 万元(约合 620 万美元)。不计入股权奖励支出(不按照美国通用会计准则),如家第三季度运营利润为人民币 4,840 万元(约合 710 万美元)。不计入收购七斗星商旅酒店带来的影响,不计入股权奖励支出(不按照美国通用会计准则),如家第三季度运营利润为人民币 5,340 万元(约合 790 万美元),占总营收的 10.9%。

如家 Q3 净利润 430 万美元环比大增 298%。



	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
净利润	40	300	337	-210	-720	109	434
环比增长率		650%	12%	-162%	243%	-115%	298%
同比增长率						-64%	29%

（万美元）

图 13-6　如家快捷 2007~2008 年季度净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照美国通用会计准则，如家第三季度净利润为人民币2,950万元（约合430万美元）；如家第三季度调整后的净利润为人民币3,840万元（约合570万美元），其中包括了人民币660万元（约合100万美元）的股权奖励支出和人民币240万元（约合30万美元）的外汇损失。

作为中国酒店业海外上市第一股，如家始终以顾客满意为基础，以成为"大众住宿业的卓越领导者"为愿景，向全世界展示着中华民族宾至如归的"家"文化服务理念和民族品牌形象。如家提倡的"适度生活、自然自在"，是对现代生活方式的全新诠释，宽大的席梦思床具及现代感十足的配套家具，24小时冷热水供应、空调、电视、电话、免费宽带上网；如家让每一位来宾感受"洁净、温馨"，因为如家专业、专注更专心；如家的愿景是"中国最著名的住宿业品牌"，如家确信会做到，做得更好！

（二）如家融资历程

2001年，携程网创始人季琦注意到一位网友抱怨预订酒店的价格太贵。于是，他对携程网上订房的数据做了分析，发现除高星级酒店之外，国内没有既干净又能让人信任且价格经济的酒店。于是，利用携程的销售网络和行业优势整合经济型酒店资源、建立一个酒店业连锁品牌的想法跃入季琦的脑海。随后，季琦找到北京首都旅游集团的副总裁梁日新，两人一拍即合。

2002年，开业仅半年的如家成功运作了位于北京的四家样板店，并成功于当年收回投资，开始盈利。2003年，如家又将触角延伸至四座城市，共开设10家连锁酒店；同年，如家引入IDG、新加坡梧桐创投等境外的战略投资者，缓解了因高速扩张带来的现金流压力。在强大的注资下，2004年，如家于八座城市开设了26家酒店，当年净营收9,089.9万元人民币，净利润达596.9万元人民币。2005年，如家已在22座城市共开设了68家酒店，当年净营收达26,903.1万元人民币，净利润2,093.3万元人民币，几乎是2004年的四倍。

2003年、2004年和2005年如家的客房入住率分别为72.4%、86.8%和89.8%。所有老店、新店平均下来的入住率已经超过90%，在一线城市的老店，经常有顾客订不到房的现象。

2006年10月，如家成功在美国纳斯达克市场挂牌上市，如家快捷在中国有82家酒店，发行价13.8美元，开盘价22美元，高出发行价59.4%，盘中最高达到23.75美元，最终报收于22.50美元，上涨8.70美元，涨幅为63.04%，融资金额达1.09亿美元。募集到的资金，除风险投资退出资金外，其余7,200万美元全部用于支持如家的高速发展，最主要一部分将用在开设新的直营店。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如家酒店发售的股票中有略高于三分之一由风险资本基金持有，其中包括IDGVC、SIG以及美国梧桐投资等风险投资机构。IDGVC获得1,500万美元左右回报。

此番成功的资本运作，离不开如家酒店连锁的CFO吴亦泓的辛勤付出。早在20世纪90年代初，吴亦泓在美国西北大学修完了MBA课程后，先后在美国的JP摩根和施罗德集团从事基金投资长达七八年之久。“一方面中国经济大环境非常有活力，另一方面，在国外多年的投资经验，让我感觉到能切身参与一家公司的运作，非常有挑战性和吸引力。”吴亦泓说。因此，2006年年初，这位“海归”回到了祖国，加盟如家。她认为，“如家的一个优势也在于，管理层很多都有海外工作、读书的背景，有很好的本土和国际经验，二者结合对于公司运作更有利。”

（三）如家大事记

2001年8月，携程旅行网成立唐人酒店管理（香港）有限公司，计划在国内发展经济型连锁酒店项目，并就中国宾馆行业特点，拟定商业模型。

2001年8月起，公司以“唐人”（Tang's Inn）作为品牌名，重点发展3星以下的宾馆成为唐人品牌的连锁加盟店，并把特许经营作为商业模型的核心。

2001年12月，公司正式将“如家”（Home Inn）定为品牌名，并申请商标注册（曾用名：“唐人”、“朋来”）。

2001年，“如家”成功发展了11家加盟酒店。

2002年5月，华东地区第一家如家快捷酒店——上海世纪公园店，改建工程开工，同时标志着如家酒店连锁把“直营店”作为品牌发展的重点。

2002年6月，携程旅行网与首都旅游集团，正式成立合资公司，定名为“如家酒店连锁”，“如家快捷酒店”是核心品牌。

2002年6月，首旅集团下属的原“建国客栈”4家连锁店统一翻牌为“如家快捷酒店”，成为首批如家酒店连锁直营酒店。

2002年6月，如家酒店连锁连锁店数量达到20家。

2002年12月，如家酒店连锁全国免费预订电话800－820－3333正式开通。

2003年1月，如家”第一家特许经营店签约，同时也成为国内酒店品牌第一个真正意义上的特许经营案例。

2003年2月，如家酒店连锁荣获2002年“中国饭店业集团20强”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年 4 月至 6 月，由于 SARS 的影响，中国旅游业损失惨重，在众多酒店入住率跌至 10% 以下的低迷时 期，如家快捷酒店创造了平均入住率 50% 以上，部分连锁店出租率曾高达 70% 的不俗业绩。

2004 年 2 月，首都旅游集团总裁梅蕴新、如家董事长杨建民、董事黄小波、首都旅游集团市场部总经理丁小亮一行，在如家首席运营官梁日新的陪同下，一同参观了如家在上海和苏州的分店，并给予如家积极的评价。

2004 年 3 月，如家酒店连锁率先在上海成立了“如家酒店管理学院”，给全体如家人提供了一个良好的学习平台，严把酒店质量关，保持品牌的一致性。

2004 年 7 月，如家作为唯一的经济型酒店，获得 2004 中国饭店业民族品牌先锋。

2004 年 7 月至 8 月、7 月 28 和 8 月 5 日，如家在北京和上海等地新开 8 家店之际，分别在北京和上海两地举行了两周年庆典。

2005 年 1 月，如家酒店管理平台正式使用 。

2005 年 1 月，酒店管理平台正式使用。

2005 年 7 月，开通网上预定支付系统。

2005 年 9 月，第 51 家店——北京学清路店开业。

2005 年 10 月，如家采购平台正式使用。

2005 年 11 月，如家和知名汽车租赁品牌安飞士汽车租赁达成战略合作协议。

2005 年 11 月，第 61 家店——北京东直门店开业。

2006 年 1 月，如家管理年会顺利召开，来自 18 个省和直辖市的如家人会聚一堂，共商大计。

2006 年 3 月，第 71 家店——江阴人民东路店开业。

2006 年 4 月，中国酒店“金枕头”奖，由中国顶尖财经媒体《21 世纪经济报道》于 2004 年发起主办，是中国乃至亚洲地区最为引人瞩目的酒店行业评选活动，迄今为止已成功举办了两届。活动经过三个多月的评选，综合了 40 名业界知名评委、上万名酒店住户以及超过 300,000 名网友、短信评分，如家在第三届评选中获得“中国最佳经济型连锁酒店品牌”，同时 CEO 孙坚先生获得“年度最佳经理人大奖”。

2006 年 5 月，如家赞助东方卫视，全程参与“加油！好男儿!”活动。

2006 年 5 月 5 日，如家荣获中国旅游饭店业协会主办的“2006 中国经济型酒店品牌先锋”。

2006 年 5 月，第 131 家店——上海镇坪路店顺利签约。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2007 年 10 月 20 日，如家以 3.4 亿元人民币的价格收购国内经济型连锁酒店排名第八位的“七斗星”100% 股权，双方已于 10 月 21 日签署相关的收购合同。收购完成后，如家拥有酒店数量将超过 330 家，这也是国内经济型连锁酒店间第一桩大规模收购案。

2008 年 2 月，如家签约第 500 家连锁酒店。

2008 年 3 月，如家商标被评为中国驰名商标。

2008 年 4 月，如家在第五届“金枕头”奖评选中获得“中国最佳经济型连锁酒店品牌”，同时 CEO 孙坚先生获得“中国酒店杰出人物”。

2008 年 12 月，首家和颐酒店（上海漕宝路店）开幕，如家酒店集团成立；

如家酒店集团在荷兰 CRF 集团“2009 中国杰出雇主”华东地区的评选中荣膺“华东地区杰出雇主”。这是继获得 2007 年最佳雇主后再次获得此殊荣。

如家酒店集团 CEO 孙坚先生入围“中国改革开放 30 年经济百人榜”并荣获“中国改革开放 30 年社会服务业十大领军人物”称号。

二、媒体评论：

（一）《21 世纪经济报道》（2006 年 4 月 10 日）：如家绸缪海外上市 经济型酒店已进入井喷式混战

“如家计划在今年第四季度到美国纳斯达克上市，目前正在积极准备。”如家酒店连锁股份有限公司首席执行官孙坚日前向记者表示，至于计划融资额和其他细节目前还没有确定。

经济型酒店连锁如家组建于 2002 年 6 月，由首旅集团和携程旅行网联合投资发起组建，如家目前的股本分配非常均匀（包括 IDG、SIG、梧桐三家风险投资机构），四方占股比例都在 20% 以上。

“正如所有的行业一样，都要经历一个无序的高速爆发期，混乱的重整淘汰期和少数巨头的平稳发展期。大的连锁品牌未来几年会有机会再对这个行业进行洗牌和重组，若要做老大，我们必须要有收购整合的计划。因此，我们从现在开始做准备，尤其是资金准备。”孙坚说。

1. 井喷式圈地

与无孔不入的商业连锁业不同，国内的经济型酒店连锁还处在起步阶段。今年三月底，锦江之星、“速 8”及“7 天”等各大酒店品牌纷纷宣誓今年进入快速扩张期，整个行业进入了井喷式的混战阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孙坚介绍，目前，北京、上海、天津、杭州、广州、深圳、成都等37个国内主要商务城市已有113家酒店签约加盟如家，并有75家已经开业。预计今年年底签约酒店将达到200家，开业酒店达100家以上，到2008年发展到350家到400家，5年后能在全国编织成一个500家门店的大网络。

一项对美国旅游发达城市的调查显示，美国经济型酒店与豪华星级酒店的比例一般为7:3。经济型连锁酒店的收入占美国酒店业收入的64%，每年创利数千亿美元。美国的经济型酒店巨头"速8"目前已经达到2000多家，并正在加快速度占领中国内地市场。孙坚认为，未来几年随着经济型酒店市场蛋糕的扩大，如家的扩张计划是可行的。

除继续加强在北京、上海、广州和成都四大中心布局的同时，如家开始把开店的增长潜力放在了地级城市。"在一些地级城市的商务区、写字楼、市中心、交通枢纽、地铁、车站等配套设施完善的地方，经济型连锁酒店都具有良好的市场潜力。"如家华南区总经理吴伟认为。

2005年8月，如家正式进入华南市场，在半年的时间里，如家在整个华南地区已拥有10家门店，其中广州和深圳两大中心城市就拥有6家。目前，如家正加紧在佛山、中山、东莞、泉州、顺德等城市寻找合适的物业和合作伙伴。按计划，在2008年之前，如家将在华南市场继续投资约3亿元，使整个华南地区加盟酒店达到40家，其中广州10家，深圳8家。

2. 资金饥渴

如此的扩张速度需要巨大资金支持。据了解，如家的扩张主要以直营店为主，只有少量的特许加盟（不超过20%比例），因此，大多数门店都需要如家真金白银的投入。

"到目前为止，如家的资金投入都来自于几大股东，希望上市以后能在一定程度上缓解资金压力。"孙坚透露。

按照现有的市场投入，经济型酒店每间客房约需5万元的配套装备，按照每分店120间客房预算，则每个店的前期平均投入需要约600万元。按如家上述发展速度，未来五年还需持续投入近20亿元用来圈地扩张。

据记者了解，如家近几年以来的客房入住率基本都保持在90%以上，利润率约15%。照此推算，一个120间客房的标准店，按客房均价200元计算，每年的销售收入约700万元，净利润约110万元，一个店至少需要五年才能收回投资成本。去年如家的销售总额为2.7亿元，净利润4,000万元，依靠自有资金扩张显然远远不够。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此，孙坚认为，未来几年，当市场更加成熟、企业品牌更具有影响力时，有必要加强特许加盟的发展方式。在国际上，经济型酒店的扩张主要依赖于特许加盟，美国“速8”也正在中国大量复制加盟店。

特许加盟即品牌输出，业内一般都以五年为一个租用时段，费用大约30万~40万元。特许加盟方式扩张可以减轻企业迅速膨胀带来的资金压力。

但孙坚认为，品牌输出首先需要有一个强势的品牌，而目前国内还没有一个真正强势的品牌。这个行业正处于起步阶段，因此首先要摸索出成熟的运营、管理、服务模式，建立一个行业性的游戏规则，才有机会建立权威的、能得到市场认可的品牌。

（二）《上海证券报》（2006年10月26日）：经济型酒店热捧上市模式

随着如家登陆纳斯达克，中国经济型酒店上市的局面也由此打开。在如家之后，锦江之星、莫泰168等国内经济型酒店连锁企业也都排队等待。业内人士指出，中国快速增长的消费市场和经济型酒店自身扩张的需求，是经济型酒店竞相选择上市的主要原因。

“如家作为第一家非互联网、非IT类的纯消费服务公司，在纳斯达克上市的话，将会给以后的同类公司建立一个指示标，这将是一件非常有挑战性的工作。”如家的创始人、曾经一手将携程带上纳斯达克的沈南鹏曾经如此评价如家上市。而沈南鹏在接受本报记者采访时也曾表示，中国快速增长的消费市场，令经济型酒店具有投资价值。

发改委近日公布了《2006中国经济型饭店调查报告》，市场供应前十名的经济型品牌平均增长速度为74%，国内经济型酒店的市场潜力可见一斑。

经济型酒店以其高入住率和较低的投资门槛受到投资者青睐，一些知名品牌的客房出租率甚至保持在95%以上。业内分析人士指出，在国际上，经济型酒店与豪华酒店的比例为7:1，而在我国，这个比例几乎是倒置的。

在此背景下，国内经济型酒店纷纷谋求上市。2006年6月，美国投行摩根士丹利将与莫泰就入股正式签约，并谋划2年后将莫泰连锁旅店有限公司赴美国上市。摩根士丹利以2,000万美元的代价，收购上海莫泰（Motel）连锁旅店管理有限公司（下称“莫泰”）25%至30%的股权部分股份。

而国内经济型酒店的龙头锦江之星“打包”纳入锦江国际赴香港上市的计划也在实施中。近日，锦江国际上市进入缄默期，记者了解到，其计划赴港上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹集资金20亿港元，其中17亿港元将主要用于加快发展锦江之星。锦江之星未来开店速度将会加快，力争3年之内拓展500家。

不过业内人士也指出，中国的经济型酒店行业在快速发展的同时，竞争也在加剧。既有格林豪泰、速8等外资经济型酒店在中国加速扩张，又有汉庭、新宇之星等国内经济型酒店的新秀，中国经济型酒店也将在未来迎来市场的洗牌。

值得注意的是，无论是如家还是锦江之星，都把扩张网点作为募集资金的重要用途。业内人士分析，网络布局是经济型酒店竞争的关键之一，随着排名前列的龙头企业通过上市获得了扩张资金，其与后续竞争者的差距将拉大。而随着行业竞争的加剧，一些网点较少、品牌知名度较低的经济型酒店最终也将被淘汰出局。

（三）《中华工商时报》（2007年8月10日）：经济型酒店"疾速狂奔"是福是祸

"经济型酒店"这个在前些年还是一个很时髦的词，如今已经遍布全国了。随意在上海、北京或天津这样的大都市中心商业区就可以轻易找到，如果你幸运，很有可能每隔50米就可以发现一家挂着不同牌匾的经济型连锁酒店。如此盛况，难免让人为这种"跨越式"的扩张速度感到不安。

在"如家快捷"、"锦江之星"迅速扩张到接近200家连锁酒店的时候，"莫泰168"、"格林豪泰"、"汉庭快捷"、"速好家"、"7天"等快捷酒店的扩张计划可谓有过之而无不及，行业黑马"七斗星"更是高调发布了未来8年开1000家店的领航计划。在扩大阵营的同时，经济型酒店之间更是硝烟四起。

1."价格战"炮声初响

7月18日，经济型酒店"我的客栈"在杭州高调开业，并打出99元的超低价，用等质的廉价发起挑战。

根据日前发布的《2007中国经济型酒店发展绿皮书》显示，在公众心目中，"经济"并不等于"低廉"，对于酒店"经济性"的理解，只有16%的消费者认为应该是价格低廉；有超过56%的消费者认为，应该是在安全、卫生和舒适的条件下，价格适中；30%的消费者则认为，应该是一定品位下的较高性价比。中国社会科学院旅游研究中心副主任刘德谦教授认为，"可以看出，对于公众来讲，选择经济型酒店是基于舒适度、愉悦感和价格三方面的标准综合考虑。"

但是，当舒适度、愉悦感基本相仿的情况下，价格似乎就成了选择的决定性因素。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“我的客栈”自称是国内首家真正意义上的廉价酒店，其99元一晚的价格让当地的“经济型”酒店也觉得太过经济，甚至怀疑，99元的价格怎么能保得住成本。但不管怎么说，它的出现着实让需求者感到了实惠。

业内人士分析，如今经济型酒店发展迅速，以至于在繁华地带，我们可以很轻易地找到很多家，这么多的经济型酒店集中“挣羹”，肯定会有一次适者生存的“洗牌”，而“价格战”在条件基本相同的情况下，几乎是不可避免的。“我的客栈”的低价策略从某种意义上说，也是给增长过快的经济型酒店去一去“虚火”。

此外，美国运通公司的冯健认为，与美国的经济型酒店价格和人均收入的比例相比，中国的经济型酒店仍然不够“经济”。并表示“100元以下才是名副其实的经济型酒店。”

2.“过热”隐患未阻扩张“狂风”

统计显示：中国经济型酒店的入住率已从2005年的平均89%跌至2006年的平均82.4%；平均客房价格从2005年的328元降到了209元；经济型酒店单店年回报率由两年前的30%～50%下降到20%～30%。与此同时，2007年经济型酒店物业成本相比2006年上升了40%多。这组数据，不难看出在快捷酒店疯狂发展的背后，其实际经营情况明显下滑。

据了解，目前全国共有36万家社会旅馆，平均入住率为50%至60%。纯粹从供需的角度看，现在房间的供给是过剩的。因此，经济型酒店需要有明确的定位，而不是再去做传统意义上的住宿场所。

如家CEO孙坚日前也表示，尽管市场前景广阔，但由于盈利模式的不清晰，国内经济型酒店行业存在过热隐患。

就在这种近乎危机的时刻，经济型酒店还在不断扩张，“莫泰168”、“格林豪泰”、“汉庭快捷”、“速好家”、“7天”、“七斗星”……还有更多正准备参加的、新的经济型酒店。

遗憾的是，有数据表明，在熟悉经济型酒店的客人中，46.1%的消费者对经济型酒店的评价是“一般”，44.6%的人对经济型酒店表示“比较满意”，7.3%的消费者明确表示“不满意”。由此可见，经济型酒店尚欠“内功”，不知道这样的扩张结果如何？

（四）《21世纪经济报道》（2008年3月5日）：如家首遭亏损：经济型酒店投资泡沫隐现

成功于纳斯达克上市后市值剧增的经济型酒店巨头如家快捷，在上市第五

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度后首度爆出亏损。3月4日上午，如家快捷酒店(Nasdaq:HMIN)公布2007年第四季度和全年未经审计财报。报告显示，如家第四季度总营收3.276亿元，净亏损1,520万元。

“净亏损主要源自汇兑损失，尤其是去年年底11亿元债券融资，致使第四季度的汇兑损失高达2,410万元，另外收购七斗星也是导致如家首度亏损的原因之一。”如家快捷首席财务官吴亦泓对此解释道。

吴亦泓认为，如家去年全年的业绩情况表现良好，总营业收入超过10亿元，预计2008年的营收将超过17亿元。

1. 受累美元汇兑

3月4日上午，处于快速扩张期的如家快捷酒店对外公布过去一年的经营业绩。据财报显示，如家2007年第四季度总营收3.276亿元，净亏损1,520万元，其中计入了460万元的股权奖励支出，2,410万元的汇兑损失，以及同收购七斗星商旅酒店相关的1,320万元支出。

“汇兑损失是最重要的原因之一。”如家快捷首席财务官吴亦泓4日中午接受记者采访时解释道，去年年底如家面向非美国投资者发售价值人民币11.1亿元的零息票可转换债券，债券以美元偿付，因此几经汇兑，加上美元贬值，如家在第四季度的汇兑损失达2,410万元，单季汇兑损失占全年汇兑损失的45%。

吴亦泓还向记者透露，尽管在二级城市新开拓了大量酒店，如家去年的经营利润率依然保持在12.59%，如果不计七斗星，则可达到13.6%。“利润率还是比较健康的。”吴亦泓强调。

不过，汤姆森财经调查显示，分析师此前预计如家第四季度调整后每股美国存托凭证收益为0.10美元。如家的表现显然未能达到分析师的预期。当日，如家股价在纳斯达克常规交易中下跌0.23美元，报收26.90美元，跌幅为0.85%。在随后的盘后交易中，如家又下跌2.20美元，跌至24.70美元，跌幅为8.18%。过去52周，如家的最高股价为50.08美元，最低股价为24.00美元。

如家的竞争对手——7天连锁酒店首席执行官郑南雁4日接受记者采访时却力撑如家。郑南雁向记者介绍道，由于美国会计法的关系，酒店业每一个新开项目从签订合约起便被计入财务报表，但新店面无可避免至少要有四个月以上的装修期、筹备期，这些免租期由此形成账面亏损。因此出现一个奇怪的现象，企业在规模扩张速度加快的同时，经营利润率却也在下降。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“据我所知，实际上如家的增长速度在适当加快。”郑南雁认为，利润率的下降并不能如实反映如家的竞争力加强。

“这些业绩在我们的预计范围内。”吴亦泓认为，从全年业绩上看，如家依然保持着良好的发展势头。如家 2007 年总营收为 10.093 亿元，比 2006 年增长 71.5%。即使计入了 1,510 万元的股权奖励支出，5,320 万元的汇兑损失，同收购七斗星商旅酒店相关的人民币 1,310 万元等支出，如家去年还是取得了 3,580 万元的净利润。

2. 七斗星之伤

然而，这并不是如家亏损的唯一原因。

“收购七斗星也产生了很多支出。”吴亦泓解释道，除了在收购七斗星时产生的相关支出 1,320 万以外，还有重新评估净递延税项资产所产生的 610 万元一次性成本。

据悉，如家在去年 6 月收购了北京都市阳光连锁，同年 10 月以 3.4 亿元价格收购七斗星商务连锁酒店在 18 个城市的 25 家分店 100% 股权，开始拉开“大鱼吃小鱼”的行业整合大幕。

在享受规模急剧扩张，稳享行业第一称誉的同时，如家的收购带来的负面效应也逐渐显现。从其财务报表上可以看出，七斗星在一些经营指标上拉了如家的后腿。

据财报显示，七斗星第四季度的营业收入为 1,980 万元，占如家该季度总营收的 6%。若并入七斗星的财务数据，如家第四季度 EBITDA（即未计入利息、税费、折旧和摊销前净利润）为 2,200 万元，同比下滑 19.6%。而倘若不计入收购七斗星商旅酒店带来的影响，以及汇兑损失和股权奖励支出，如家第四季度调整后 EBITDA 为 6,070 万元，同比增长 73.4%。

另外，如家第四季度的酒店入住率为 91.6%，每酒店客房营收为 164 元，但计入七斗星商旅酒店后，如家第四季度的酒店入住率为 88.3%，每酒店客房营收仅为 155 元。

“看来七斗星的业绩并没有如家料想的那么好。”一位不愿透露姓名的酒店业内人士分析，七斗星的表现不仅可给其他准备进行业收购的经济型酒店提个醒，也可以让其他准备进入经济型酒店的投资者了解到这个市场的真实赢利状况。

中国饭店协会会长助理张明厚向记者透露，近期经常有些投行和风险基金向其咨询经济型酒店的情况，他感觉这些投行人士对经济型酒店的了解相当深，预计 2008 年对此投资将趋于谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）《第一财经日报》（2006 年 10 月 27）：2006 年纳市表现最好的 IPO

如家董事会联席主席梅蕴新和沈南鹏，于美国东部时间 10 月 26 日 9 时 30 分敲响纳斯达克开市钟，以庆祝该公司成功进行首次公开招股。但纳市开盘半小时后，如家快捷酒店仍未开始交易，直到昨晚北京时间 22 时 40 分左右，如家快捷酒店终于开始交易，开盘价为 22 美元，高出发行价 13.8 美元 59.4%。开盘接近半小时的时候，其交易量已经达到 5,857,514 股，当时交易价 22.75 美元，高出发行价 8.95 美元，涨幅 64.86%，当时最高交易价 23.5 美元，最低 21.5 美元。

沈南鹏结束敲钟仪式后，在纳市现场接受了《第一财经日报》的专访，表示继携程上市的三年后，再次到纳市敲钟，心情异常激动。“这可能是纳斯达克今年表现最好的一次 IPO。我还记得当年携程上市的时候，美国的投资者对中国的经济背景、企业文化都很不了解，我们需要花很大的精力去向他们解释。但是这次如家上市就顺利很多，美国投资者现在已经对中国的经济情况相当了解了，而且对中国企业的股票很是青睐。”

沈南鹏还表示，如家和携程都是主力消费经济，属于旅游服务行业，对企业个体的管理以及体系发展有很高的要求，这些都是企业经营的共通点。

沈南鹏透露，其目前没有套现的打算。

如家董事会成员包括董事会联席主席梅蕴新，联合创始人、董事会联席主席沈南鹏，董事鲍民，联合创始人梁建章，董事施兆苹、章苏阳等，管理层包括 CEO 孙坚、CFO 吴亦泓以及 COO 梁日新。

IPO 后，沈南鹏持 5,380,389 股，占 8.34%，梁建章持 4,033,342 股，占 6.26%，孙坚持 691,556 股，占 1.07%，作为投资方和献售股东之一的季琦持 4,411,294 股，占 6.84%。

按照昨日的发行价格计算，沈南鹏、梁建章、季琦等人的个人财富分别增加数千万美元，如家上市之举造就数个亿万富翁。

正因如此，梁建章、季琦等这些一手创办了携程、如家并成功运作上市的商界人才正日益受到关注，甚至这些人麾下的产业这几天也开始受到投资者的热切关注。《第一财经日报》昨日获悉，一家原本从事国际贸易生意的玛锐克公司准备将明年的业务重心放在商业地产，而酒店业是其相当看好的行业，但是由于自己对于专业的酒店旅游业务不熟悉，所以单独经营会遇到困难。该公司高层看到了此次如家的上市运作后，对季琦离开如家后一手创办的“汉庭”酒店相当感兴趣，其计划入股“汉庭”酒店背后的投资方——力山投资管理有限公司，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并已经开始了初步的接洽。据了解，目前“汉庭”拥有约40家签约酒店、20家开业酒店。业界猜测，根据季琦的一贯作风，其极有可能日后将“汉庭”酒店板块上市运作。而此次有投资者希望入股力山投资管理有限公司，也是因为透过昨天如家的上市事件看到了不小的“钱景”。业界预测，如家上市后，会有越来越多的非酒店资本涌入酒店界，尤其是具有上市计划的酒店企业将更受投资者青睐。

（六）《搜狐IT》（2006年10月27日）：市盈率超过100倍

中国如家快捷酒店管理公司（Home Inns & Hotels Management）10月26日晚在纳斯达克上市，最多上涨了72%。

如家快捷在中国有82家酒店，IPO定价为13.80美元，开盘价为22美元，比IPO定价上涨了59%，盘中最高达到23.75美元，最终报收于22.50美元，上涨8.70美元，涨幅为63.04%。

如家快捷在纳斯达克的上市首日表现是一年来第二好的股票，仅次于Chipotle Mexican Grill一月上市时创下的100%纪录。如家快捷的股价超过了每股年利润的100倍，美国的Choice酒店国际有限公司只有28倍，但是增长前景和中国宏观经济使这一高市盈率合理化。

如家快捷发行790万股美国存股凭证募集了1.09亿美元，13.80美元的发行价也超过了10到12美元计划价格区间的上限。每股美国存股凭证代表两股普通股。如家快捷去年的净收益为2,090万元，2003年为150万元。今年上半年的净收益为2,720万元。如家快捷酒店总部位于上海，纳斯达克交易代码为“HMIN”。

如家快捷首席执行官孙坚表示，公司已经瞄准了100个人口超过400万的城市，努力提升自己的市场地位，他说：“我们仅仅在100个城市中的40个开展业务，有很大的增长空间，即是在我们进入的40个城市中，85%的酒店数量也很少。”中国最大酒店集团锦江国际酒店发展股份有限公司计划年底前在香港上市，最多募集3亿美元。瑞士信贷和美林担任如家快捷酒店的承销商。

（七）《ChinaVenture》（2007年5月7日）：IDG套现7千万美元

中国经济型连锁酒店如家快捷（Nasdaq：HMIN）以及两家投资机构本周二通过出售美国存托凭证（ADR），套现共计1.2亿美元，其中IDGVC和AisaStar套现近7,000万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如家周二以每份34.27美元的价格出售了约150万份ADS，几乎与该股周二收盘价持平。此外，两家投资机构，AsiaStar IT Fund与IDG技术创业投资基金(IDGVC)也分别出售了大约115万份及87万份ADS。

IDGVC于2002年6月投资如家180万美元，上市之后，IDGVC拥有如家7.54%股份。本次出售后，IDGVC股权比例将降至4.71%。

如家于2006年10月在纳斯达克股市IPO，开盘价为22美元，比IPO定价13.80美元上涨了59%，融资约1.09亿美元。目前股价涨幅已超过一倍。

(八)《第一团队：携程与如家》(2008年2月3日)：第一团队

携程和如家并不是中国最赚钱的公司，它们的四位创始人也算不上特别知名的企业家，至少在如家上市之前是这样。但是2003年和2006年，他们创立的公司先后在纳斯达克上市，并且一直保持着不错的业绩。在他们之前，还没有哪一个中国的创业团队做到了这一点。关于这个创业团队的特点，朱先生这本书已经做了详细而精彩的描写，我不再赘述。作为一个在咨询行业工作了近20年的从业者，我想谈谈携程和如家两家公司获得成功的过程中，有哪些地方可以给其他企业提供借鉴。

1. 如果用几个关键词来总结携程和如家的成功，第一个关键词应该是“时机”

携程不是最早从事酒店预订业务的企业，在它之前已经有多家小公司；如家更不是第一个经济型酒店，如家的商业构想其实来源于上海锦江集团的锦江之星。可以说，酒店预订和经济型酒店这两个市场机会都不是梁建章的团队发现的，但是他们选择了很好的进入时机：早于携程和如家进入这两个市场的企业，已经用业绩证明了这两个市场的潜力；同时，还没有任何一家公司在市场里形成领先地位。“群雄争霸”，谁都有机会成为行业领导者。

2. 第二个关键词是“并购”

在一个“群雄争霸”的市场上，想要在短时间内拉开自己和竞争对手的距离，最好的办法莫过于收购。这在携程表现得淋漓尽致，几乎它的每一项主要业务，都是通过收购迅速做大的。当然，携程也花了不少工夫整合收购的企业，幸运的是，携程收购的企业大多是规模不算大、历史不长的企业，这使携程能够比较容易地完成整合。

3. 第三个关键词是“专注”

如果回顾携程的业务发展，可以找出一条非常清晰的脉络。订机票和订酒店，是任何一个出差或旅游的人必须做的两件事情，在酒店预订的基础上，延伸



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到机票预订顺理成章。当用户达到一定规模之后，在这个基础上推出度假产品和商旅服务，有点儿类似于腾讯在庞大的QQ用户群的基础上推出收费服务。

梁建章的团队从来没有动过多元化的念头，携程的所有业务都围绕着旅游服务展开，而且牢固地建立在预订用户群和呼叫中心+互联网业务模式的基础之上。甚至在他们发现了经济型酒店的机会之后，也是选择了另外成立一家公司，而不是整合在携程的业务之中。

4. 第四个关键词是"服务"

从根本上说，携程和如家都属于服务业，真正决定这两家企业业绩的，说到底要看它们能不能以合适的价格提供方便周到的服务。在本书中我们可以看到，携程和如家是如何通过技术手段保证服务标准化的。

很多企业抱怨没有核心技术，没有办法在这个全球化时代与国外对手竞争。在我看来，建立持续竞争优势，可以通过多条路径实现，其中之一是在服务上建立自己的核心竞争力。对于大多数中国企业来说，这都是一个可以实现的目标——它只需要更多的专注、专业态度和耐心。

本书点评

无奈这个进入门槛低的行业引来了蜂拥的跟随者，过度竞争必然导致利润率下降，乃至亏损。几个百万富翁就能合起来开个经济型小旅馆。最后大家就是比谁能亏得时间长，谁的资金雄厚，就是拼刺刀。没有什么技术含量，就是血淋淋的洗牌。只是资本大鳄在关键的时候出手并购，收拾残局来获取暴利。这种大跃进式的爆发增长的结果就是资本的盛宴。有一点可以肯定的是，这次经济危机将导致加速亏损，从而导致加速洗牌，并购的序幕将要拉开，演出就要开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　优酷视频网站:风投助其度寒冬

一、案情回顾

(一)优酷网简介

优酷网是中国领先的视频分享网站,是国内网络视频行业的第一品牌。优酷网以"快者为王"为产品理念,注重用户体验,不断完善服务策略,其卓尔不群的"快速播放,快速发布,快速搜索"的产品特性,充分满足用户日益增长的多元化互动需求,使之成为国内视频网站中的领军势力。

优酷网站的创始人是曾任职于搜狐公司的总裁兼首席运营官古永锵先生。它曾接受过国外商科教育,经过多年来跨国公司里的实战和历练,积累了丰富的国际管理和经营经验,而且拥有逾八年的国内投资及运营经验。2005 年 11 月,创办合一网络,启动资金 300 万美元。2006 年 6 月 21 日,合一网络宣布优酷网(YOUKU. com)公测开始,定位为用户视频分享服务平台,古永锵担任优酷网 CEO 兼总裁。

优酷网(http://www. youku. com)是对古永锵诠释的"微视频"概念的全面演绎。关于"优酷"这个网名的由来,古永锵谈到:"优,代表服务品质,优酷倡导一种精品视频文化,让精品内容浮出水面,让用户价值充分展现;酷,代表用户体验,第一时间品味独特的视频自助餐,满足人人参与的热情与个性化生活方式的表达。"在优酷你可以最快、最方便地浏览、上传、搜索、分享丰富多彩的微视频内容。与播客有所不同,优酷不一定只有原创才能登台表演,无论业余或专业,无论个人或机构,优酷欢迎一切以微视频形式出现的视频收藏、自创与分享。据优酷网产品负责人介绍,优酷是国内首家为微视频免费提供无限量上传与存储空间并具备个人发起视频擂台及评分系统的网站;区别于某些网站的视频堆积,优酷注重利用多纬度的 TOP 排名、频道分类



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



索引、标签、个人发起擂台、视频俱乐部等有效手段,兼顾技术搜索功能与人气推荐手段,最大化发挥 C2C 内容聚合与推荐的力量,帮助用户迅速找到喜好的视频和感兴趣的社区,让用户“看得爽、找得快、传得广、比得酷”。优与酷的融合,势必会吸引大批崇尚自由创意、喜欢收藏或欣赏微视频的网民。优酷的目标人群归属和分众聚合力将为优酷未来的商业价值创造无限可能,也为传统媒体的发行和推广提供新的平台。在未来的发展中,优酷平台产生的合作方式将会是多种多样的。“‘世界都在看’是优酷积极提倡的全新网络生活方式”,古永锵兴奋地谈到,“我们要为网民打造的是一个微视频博览会、微视频精品库,也是一个视频体验的世界,创作、交流、推荐、分享,在优酷,人人都可以成为视频时尚先锋,以视频语言表达自我、分享世界。”

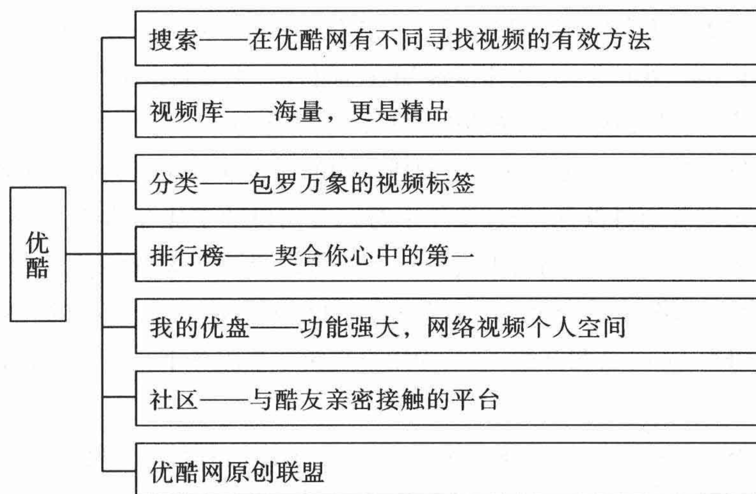


图 14－1　优酷网站主要产品服务

在优酷成立以来的较短时间内,优酷网取得了较快的发展。2007 年 7 月,中国互联网协会发布 2007 年度(上半年)中国互联网调查报告表明,优酷网深受用户喜爱,在品牌认可度、内容欢迎度及用户年龄结构方面的特色稳固占据了优势的市场地位,领先于同行业其他网站。在调查互联网用户最喜欢、最认可的视频分享/播客品牌时,有 25.65% 的互联网用户选择优酷网,比例领先于其他视频网站,具体调查结果如图 14－2:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

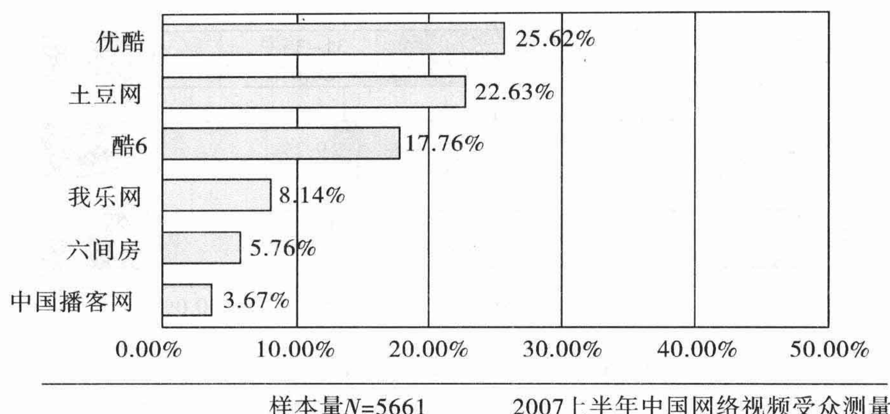


图 14－2　中国互联网播客/视频分享服务商品牌喜好度前六名

自2006年视频元年发展至今，中国网络视频行业发生了众多深远的变化和发展，由最初的百花齐放的局面，优胜劣汰，重新洗牌，到如今的市场快速集中，其中网络视频行业的优势品牌脱颖而出，而优酷网在2007年将打造“中国第一视频网站”。

优酷网CEO兼总裁古永锵曾表示：“2007年视频市场将越来越集中，到今年下半年可能只有三五家，到明年只剩下两三家。视频网站生死存亡的关键时刻即将到来。”和任何行业一样，从业与竞争规则将最终掌握在少数优胜者的手里。数据显示，2007年，相对于中国网络视频用户规模达到7500多万而言，而优酷网视频浏览用户每月已经超过3000万，占有绝对领先的用户规模。

优酷网能够在网络视频分享领域行业调查中独占鳌头，这一可喜佳绩说明了用户对优酷网品牌的高度认可。优酷网在过去一年中，在企业资金规模、管理团队、技术水准、产品服务、战略合作、品牌认知、用户基础方面，都有超越他人的突破性进展，成功跨越资金和技术双重门槛，其“快者为王”的产品理念，“快速播放、快速发布、快速搜索”的产品特性，从而成为中国第一视频网站。

在互联网数据中心发布的报告中，针对现有网络视频分享用户年龄进行的调查结果显示，优酷网拥有大批具有消费能力的有价值用户，在其用户群中，30岁以上的占44.1%，位居于三大视频分享网站之首。这一点充分表明，优酷网在未来商务盈利模式方面已占有良好的市场先机，也将更容易为广大广告主和合作伙伴所关注和认可。与之相对比的是，酷6网受众30岁以上的比例为38.7%，排名第二，而土豆网受众30岁以上的比例为38.2%，位列第三，如图14－3。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



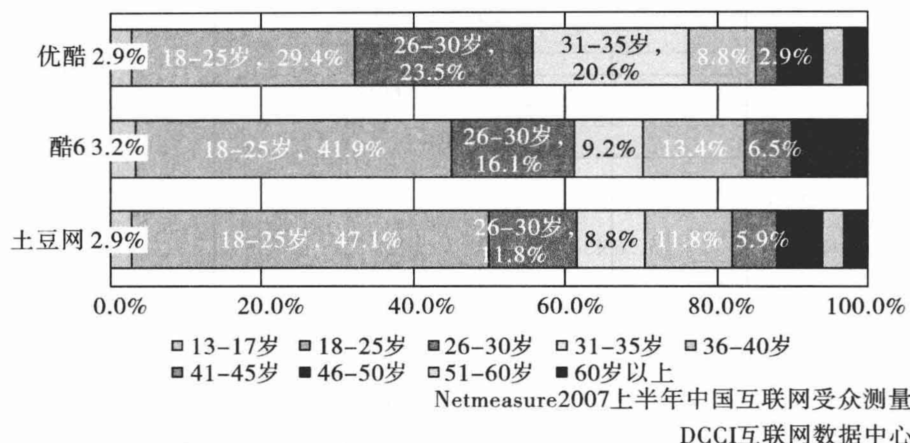


图 14－3 不同视频分享/播客服务商受众年龄分布

网络视频用户的分布差异化细分也集中反映了产品的差异化。于其他视频网站相比，优酷网的用户更为成熟、稳健、主流，更注重社会观察和人文思考，更关注社会热点和原创内容，积极响应优酷网所倡导的新锐拍客文化。多样化的内容和积极主动的用户，为优酷网开拓了新的空间，也获得了其他同行所不具备的差异化优势。

在同年 8 月 29 日，优酷网入选“2007 年度 Red Herring 最具潜力科技创投公司亚洲百强”称号，成为唯一获此殊荣的视频网站。截至 2007 年 11 月，优酷网成功完成共计 4000 万美元的世界级风险融资，其中包括国际性投资机构 Bain Capital（贝恩资本集团）旗下的 Brookside Capital LLC、硅谷历史最悠久的风险投资公司 Sutter Hill Ventures、世界上最大的投资基金之一的 Farallon Capital 和中国本土唯一的常青基金 Chengwei Ventures（成为基金）等四家投资机构。在亿元资金的雄厚支撑下，优酷网将迎来更具规模的行业发展，呈现更完善的视频时代的互联网应用。优酷网以视频分享为基础，开拓三网合一的成功应用模式，为用户浏览、搜索、创造和分享视频提供最高品质的服务。

（二）优酷网融资历程

1. 优酷第一轮融资

据 ChinaVenture 统计数据，2005 年 11 月，原搜狐总裁和首席运营官古永锵（Victor Koo）创立合一网络技术有限公司，管理 300 万美元的“搜索资金”，在中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国搜索新一代互联网的创业机会，投资方是 Chengwei Ventures（成为基金），还有 Farallon。2006 年 3 月，合一网络将所有搜索基金投入优酷网，打造中国领先的视频分享网站；2006 年 6 月 21 日，优酷网发布公测版网站。

2. 优酷第二轮融资

2006 年 12 月 12 日，优酷网完成了 1,200 万美元的融资。本次投资由硅谷历史最悠久的风险投资公司 Sutter Hill Ventures、世界上最大的投资基金之一的 Farallon Capital 和中国本土唯一的常青基金 Chengwei Ventures（成为基金）三家投资机构共同参与。

3. 优酷第三轮融资

2007 年 11 月 21 日，国内视频网站优酷网正式宣布成功完成了第三轮共计 2500 万美元的风险投资，此轮融资将用以进一步促进优酷网的市场和业务扩张，强化网络视频的产品研发和服务水准。

据悉，此次融资主要源于 Bain Capital（贝恩资本集团）旗下的 Brookside Capital Partners 及三家既有股东 Sutter Hill Ventures、Farallon Capital 和 Chengwei Ventures（成为基金）四家机构。

经历将近一年的耕耘，优酷网已成为国内视频网站领域的佼佼者，过去的 10 个多月的时间里，在用户基础和视频日播放量方面增加超过 10 倍，如日视频播放量已经超过 7000 万。

公司总裁古永锵介绍，在用户数大幅提升，市场地位形成的背景下，公司 2008 年将启动营收步伐。未来将从广告营销、移动增值业务和与媒体合作等方面构建盈利模式。预期今后三年的业绩增长能持续达到 100% 以上。

古永锵介绍，优酷的第三轮融资决策，是 2007 年 8 ~ 9 月份。贝恩是全球有名的重视数据分析的投资公司，他们投资优酷前，做了很多调研。QQ 相关高层看了后台数据，对贝恩建议：你们应该投优酷！

4. 优酷第四轮增资扩股

2008 年 6 月 30 日消息，视频网站优酷宣布获得 4,000 万美元增资扩股，目前资金已全部到位。

据了解，本次增资扩股，主要来源于原有四家投资方 Bain Capital 旗下的 Grookside Capital Partners、Sutter Hill Ventures、Farallon Capital 和 Chengwei Ventures 的追加投资以及一家投资公司 Maverick Capital 的注资。

据优酷公司称，根据其公司的财务计算，此次获得的 4,000 万美元增资控股，加



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上第三轮融资未用完的1,000万美元,优酷现存资金储备规模已超过5,000万美元。

优酷网总裁古永锵表示:"此次注资是"增资控股"而非"融资",而在股权是否因融资而稀释问题上,优酷网原始团队目前仍然是大股东。"

优酷融资有一个特点:每一个股东加入,在新一轮融资里,他们都继续加投。这是比较罕见的一种持续多投现象。在所有投资者后面,是耶鲁大学基金。耶鲁大学曾经投了贝恩,也投了 Farallon、成为基金和 SutterHill。这些公司现在管理的资金规模超过1,000亿美元。耶鲁大学首席投资官在美国投资界属于元老级人物。

在古永锵的领队下,优酷网的融资量名列所有中国视频网站融资量的前两名。

本书点评

对视频网站的前景可以用灿烂光明来定义。随着数码产品的越来越普及,更丰富的娱乐视频、新闻性极强的记录视频将充满视频网站。视频网站就像上世纪蓬勃发展的电视行业一样,成为人们生活中不可缺少的生活要素。而视频网站将向人们提供更具个性化的视频互动平台。视频网站也将像电视台和网站一样,更趋于专业化,就如有专业的财经频道或财经网站、娱乐频道或娱乐网站一样。分工也会越来越细,所以两三个视频网站垄断行业的现象很难长久。分工将在未来的发展中越来越细化、越来越精确。

二、各方观点

(一)《国际金融报》古永锵(2008年2月27日):视频行业步入双寡头竞争时代

"今年,行业竞争将是两家公司的PK",在优酷网CEO古永锵的心目中,整个视频行业的基本格局已经初步显露。

除了目前排名前列的几家网站,古永锵直言,对于新进入者而言,做一个领先视频网站的机会,基本已经失去。古永锵是在优酷新建的上海办公室对记者发表上述言论的。也许可以期待,随着优酷上海办公室的建立,总部在北京的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优酷和总部在上海的土豆,将上演一出精彩的"正面交锋"。

1. 视频网站主流化

不知道从哪一天开始,漏掉的体育赛事,你会习惯性上网找来看,幽默搞笑的视频动画,你会第一时间在网络上传播给朋友,重大的新闻事件,除了看电视,你也要再去网络上查一查视频。

根据艾瑞咨询的调查结果,目前中国每两个网民中,就有一个点击视频。使用视频,已经成为全体网民的习惯。习惯性使用,也就代表着视频网站开始"主流化"。

古永锵从另一个角度解读了这种主流化。他以 2000 年的门户网站为例,当年,门户网站和信息产业部就曾经有过关于执照的磨合。现在看来,2000 年正是门户网站主流化的一年。2008 年,两部门联合发出的视频新规,实际上也揭开了视频行业与政府部门磨合的序幕。政府介入的时间点也正是视频网站主流化的时间点。

"门户网站用了半年拿到了执照,从某种程度上看,门户的 2000 年就相当于视频的 2008 年。预计未来 3 至 6 个月,视频网站的相关政策将明朗化。"

随着新的网络视频管理办法实施,在大部分人眼中,整个视频行业的前景还很难判定,甚至有人预言,行业将迎来大动荡,其影响范围也将包括优酷网、土豆网等率先介入视频行业的网站。

在这样的大背景下,古永锵却信心十足,在"主流化"实现后,他准备展开一场营销大战。他说:"在完成了日视频播放量破亿的目标后,今年,我们将迎来营销元年。是到了视频网站把用户规模转化为效益的时候了。"

2. 行业新规将明朗

作为民营性质,同时吸纳了 4,000 万美元风投资金的优酷网,表面看来,可能会受到视频新规"国有条款"的严重影响。然而,除了对政策明朗的时间点有一个判断外,古永锵甚至没有表现出记者预期中的忧虑。

"关于优酷对于视频新规的看法,目前可以对外讲的只有三点。"古永锵表示,一些与政府之间的沟通细节,还不能对外透露。

他首先强调了优酷作为一个领先的视频网站,肯定将全力配合政府的监管措施。"很多人问我,政府是不是应该介入视频行业的管理,我都告诉他们,当然应该管,不管怎么得了。"古永锵的态度十分明确。在整个采访过程中,他多次强调会"全力配合",并且表示,相信政府将会保护一个行业的发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在谈到此次新规出台的原因时，古永锵认为，国家最为看重的是“内容审查”，这就需要行业自律。此前就有分析指出，视频行业在电影《色戒》未删节版等焦点事件中起到的反面作用，直接导致国家迅速出台行业新规。面对一些所谓的“热点”，视频行业究竟应该采取怎样的态度？

古永锵就提出，事件本身并没有好坏差别，关键在于视频行业从哪个角度切入，是否符合道德标准。“视频行业存在内容的恶性竞争，不得不承认，监管严格的视频网站可能会在这种竞争中吃一点儿亏。”古永锵承认视频行业确实有内容监管不严的问题存在，他呼吁国家尽快出台视频内容方向性的规定。有了统一的标准，才能使行业竞争更有序。

除了上述两点，古永锵还认为，随着新规出台，视频行业又多了一条政策门槛，也就是说，整个行业的门槛提高了。古永锵说：“作为一家行业领先的公司，优酷不仅要适应游戏规则，更重要的是，要在游戏规则形成中扮演标杆的角色。”

3. 双寡头竞争时代

无论行业其他竞争者怎么看，2007 年的数据确实指向一个视频行业的双寡头竞争时代。除了优酷和土豆，排名第三的网站的流量大约相当于榜首的一半。古永锵选择上海打响优酷营销的“第一炮”，很难让人不联想到大本营设在上海的土豆网。

古永锵也坦言，优酷确实将在用户、广告乃至影响力等方面与土豆展开竞争。在他眼中，新进入者很难撼动优酷和土豆的领先地位。未来想在视频行业取得领先地位，应该是在某个垂直领域的领先。

无论未来视频行业是否能走差异化竞争的道路，短期内，优酷和土豆所面临的营销客户目标是十分接近的。把 2008 年定义为优酷营销元年的古永锵，在这场营销战中，将有哪些招数？

根据古永锵的介绍，优酷的广告策略是三有原则，即所谓“有用、有效、有趣”，通过有匹配度的创意广告，把优酷的用户资源变为经济效益。他希望，通过两年时间，2009 年，优酷可以实现收入过亿元的目标。

另外，记者了解到，对于近期优酷可能登陆国内创业板的传言，实际上，优酷近期还没有明确的上市意图。根据古永锵的说法，无论是去国外上市，还是登陆国内创业板，都不是可以预先规划的，而是按照网站发展的需要来定。如果网站确实有融资的需求，当然会考虑上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)《羊城地铁报》(2008 年 11 月 19 日)：视频网站“抱在一起”更温暖

1. 这个冬天有多冷

最近，不断有视频网站裁员、转型、合并等各式各样的小道消息流传。面对这样一个资本寒冬，“没有冬天就没有春天”是优酷网 CEO 古永锵近期的名言，本月初他从北京飞来广州，与媒体和客户见面。古永锵透露，此行的另一个目的是面试新员工，其实优酷一直在积极扩充，向营销发力。

对视频网站而言，最大支出项并不是人力成本，而是服务器与带宽等硬件投入。古永锵向记者表示，由于是自有服务器，所以这方面的成本压力并不大，而早在 7 月份取得的 4,000 万美元融资，也是确保“这个冬天不太冷”的关键之一。然而，大多数公司没有优酷这样的运气。截至 11 月 3 日，六间房宣布裁员 70%，员工总数从 200 人减为 60 人。之前曾被多家投资人看好的土豆网、悠视网、激动网也纷纷传出裁员消息，为过冬做准备。不过，土豆网 CEO 王微否认了“瘦身说”：“土豆没有裁员的计划和措施，一些人员的离开属正常的人事变动。”

目前在 200 多家视频网站中，有幸获得首轮融资的公司不超过 50 家，有幸获得第二轮融资的公司不超过 20 家，合计融资超过 2,000 万美元的不超过 10 家。古永锵认为，能够熬过寒冬的公司将是融资超过 2,000 万美元的 10 家公司。“现在的视频互联网很像 2000 年纳斯达克泡沫时期的图文互联网。”古永锵说，只有那些心态好，有眼光的投资者才能与企业共同渡过难关。

2. 不约而同“合”起来

在古永锵离开广州不久后的 11 月 11 日，优酷网在北京宣布启动“合计划 2.0”，对今年 6 月推行的“百家视频官网同步上线 ”多元化品牌合作战略进行业务升级，并声称已签下超过 1000 家电视剧制作合作单位影视剧的播放权；事隔一日，普乐网络影院携 1800 多部经典影片、10000 集电视剧正式上线，以与电影电视出品方分成的模式做电影电视的互联网发行，并发起组建“中国互联网影视反盗版协作同盟”；鸿波 NETiTV、土豆等网站也发布了类似的内容协议，一时间，购买内容版权成了视频网站“自救”的新希望，当中最“豪华”的阵形当算占据了市场 80% 流动版权份额的优酷。

目前，优酷在参与电视剧制作新模式开拓方面，也已经开始成功的合作尝



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



试。除了跟国内大型的影视集成商合作，也同时跟一些创新型电视剧制作公司合作。近期风靡全球的 BBC 一炮走红的网络互动剧《苏菲日记》登陆中国，就引起众人瞩目。这部中国首部不依赖电视台的中国版《苏菲日记》，将于 11 月底网络开播，根据网友意见拥有优酷和新浪两种版本，下集剧情发展随网民互动投票而确定，并在两个平台上分别播放。可以说，《苏菲日记》成就了电视网剧制作的最新游戏规则。明星代言进行定向投放、网络互动短剧的产品植入式广告等全新的营销模式，为视频业带来“二次生命”，我们拭目以待。

（三）《上海青年报》（2009 年 1 月 6 日）：优酷 CEO 古永锵好身体厚衣服会长跑

资本冬天对于整个互联网和创业企业发展有何影响？这是优酷 CEO 古永锵最为关注的问题之一。

作为国内最大视频网站，优酷正在经受着冬天的洗礼。事实上，当前互联网风险投资和创业者最为密集地集中在视频网站这一行业中。

“分析历史的时候你会发觉，这次发生的情况跟 8 年前发生的事情很像，历史是惊人的巧合，”古永锵表示。

他将视线拉回到 2000 年，大多数门户网站从当年第二季度开始陆续上市，到了下半年的时候，互联网泡沫破裂，纳斯达克崩盘。

“搜狐路演的时候，我跟张朝阳在欧洲还没回到纽约，就已经开始感觉到资本的方向在变。”古永锵回忆。

搜狐在当年的 7 月 12 日上市，日后看来，这是一个命悬一线的决策，再晚两个星期，搜狐的命运就要被改写。

排在搜狐后面的韩国最大网站 DAUM，则被挡在了纳斯达克的大门之外，8 月份后，互联网的冬天来临。

那个冬天，有哪些互联网公司生存下来了？在古永锵看来，当时基础打得好的门户网站，特点是用户规模大、品牌建设好、内容差异化明显。已经具备了“好身体”的条件，具有了过冬的先天优势。

除此之外，“厚衣服”也很重要。在古永锵看来，资本储备就是“厚衣服”，而后来存活下来的互联网公司，也恰恰都是有强大的资本后盾作为支撑的。

第三个过冬的要素是“会长跑”。古永锵认为，网站还要继续向前发展，探索业务发展之路，寻求营销收入模式，即“会长跑”，就会安然过冬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然2001年的时候，搜狐的股票一度跌到6毛钱，市值比现金还少，但从业务角度看，其巨大的营收潜力已经显现出来。坚持“长跑”，使得搜狐一直挖掘出了业务的潜力，最终安然越冬，等到了春天的到来。

对照2000年的图文门户，今天的中国互联网视频行业，从内功——“好身体”到资本——“厚衣服”，都不算很强，而谈到“会长跑”，也是优势不足。

“2008年有点儿像2001年第一代互联网泡沫时期，现在大家会说，目前是资本的冬天，但是绝对不会是视频用户或者是营销的冬天。”

客观来审视当年，如果当时没有第一代互联网的资本冬天的话，可能竞争环境对于剩下来的三大门户更混杂。资本市场一关掉，很多公司活不下去，反而让整个营销市场特别干净，优胜劣汰强者胜，大浪淘沙始见金。

古永锵因此认为，没有冬天就不会有春天，如果没有这次的冬天，视频行业的营销春天或许会更晚到来。

他进一步阐释说，资本的冬天让市场更集中，对于广告客户、合作伙伴甚至对于用户来讲，对视频网站的选择也就更集中，代表了这个行业的营销价值会更快地去体现。

“优胜劣汰半年前其实已经开始了。”古永锵表示，比如，一些同行竞争对手们在寻求买方，有一些转型的，也有一些基本步入倒闭之列，明年视频行业的局面会更清晰、更单纯。

（四）《上海证券报》(2009年1月8日)：走过冬天将风景无限

这位中国互联网元老级人物，在做到搜狐总裁之后，却急流勇退。而后，又自己创业，仅仅用了两年的时间，就创出了一个网络视频行业内中国最大，全球第二的网站。世事难测，在金融海啸的袭击下，还未实现盈利的视频网站行业，一夜间遭到了风险投资的漠视。他的优酷网能否撑到最后，造就中国另外一个互联网神话？优酷创始人古永锵说：“在搜狐做了六年，该干的都干了，该上市也上市了，该盈利也盈利了。一个人职业人生有不同的阶段、不同的需求。当公司做到那么大规模的时候，我反而想回到一个创业环境。”前搜狐总裁，现中国最大视频网站创始人古永锵在接受记者采访时这样描述创立优酷的最初想法。

古永锵对现在的事业信心满满，在他看来，这只是一次中国视频行业的洗



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



牌，并且洗牌还会继续，最终会存活一至两家企业，而优酷无疑将成为其中一家。中国互联网也将从图文时代进入视频时代，全民视频时代就要到来。

1. 搜狐往事

古永锵最早在圈内成名是因为搜狐。1998年的时候，古永锵对互联网产生了浓厚的兴趣，于是他有意识去接触相关项目和人。那个时候，互联网业是一个更小的圈子，很自然地，他就认识了张朝阳。“其年8月，在北京国际大饭店一楼咖啡厅，张朝阳和我一起品咖啡，本来是谈给他的搜狐网投资的，结果谈了一会儿，他说：我不要你投资了，你过来吧，过来帮我去融资。”古永锵回忆道：“2001年我开始接手运营，包括企业发展、销售、市场、产品。到2001年7月份就当上了首席运营官，后来就做了总裁。”

但就在古永锵功成名就之际，2004年底，他却主动向张朝阳提交了辞呈。对于选择离开搜狐，古永锵称，“我离开搜狐，完全是功成身退。整个人心态就是归零和总结。”古永锵的辞职还有另外一个解释，那就是他的“温柔体贴”。他的爱人希望落实到美国进修的愿望，这是促成古永锵选择这个时间辞职的另外一个原因。接下来，古永锵陪同太太到纽约大学读媒体管理。在这为期一年的学习生涯中，古永锵花了3个月环球旅行，从北美出发，然后南美洲、澳大利亚、新西兰一路过去，最后是非洲。他称，“这是我十年不变的梦想。”

“在旅行期间，我经常有冲动要把这一切的美轮美奂记录下来，跟家人和朋友分享，可手中的相机只能留下瞬间的影像，无法传达那时那刻立体的‘美妙’。”古永锵说，“我当时突然想到，如果再创业，是不是要做和这种‘记录’有关的事情。”

2. “硅谷式闭关”造就优酷

古永锵像很多硅谷的职业创业者一样，在休息了几个月后认真找起项目来，他开始研究心理学。“通过视频媒体自主地认识事物，是人们本质的心理需求的一种体现，是一种不会消失的需求，网络视频必将成为互联网的主流应用之一。由其引发的商业活力更是不可限量。”而这一休息，被古永锵自创的称为“硅谷式闭关”。最后，古永锵终于决定给予自己新的身份，一个视频网站的CEO，同时也是一个“拍客”。“我理想中的视频网站是健康和安全的，它的内容来自网友、拍客们的热情，来自独立制作人的创意。”其实，在确定最终经营视频网站之前，他给自己的未来设置了两个前提：首先，自己创业，从零开始，或参与一个新公司，界定100人以下的小公司。“我运营出身，也喜欢运营；其次，一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要做一把手。这个跟我的性格，以及自身工作经历有关。"

"不断创业，这可能也是我给自己的人生规划。"古永锵说，"我喜欢充满激情和挑战的生活。实际上，在'闭关期间'也有不少公司邀我加盟，可是，也许斯坦福商学院特有的创业基因根深蒂固地融在我的血液里，选择离开搜狐，就是希望回到一种创业环境。"

古永锵回忆，2005 年 11 月 21 日，当时还没有优酷。我召开第一次媒体见面会，正式宣布出山，谈的概念是搜索资金。这在当时的中国是一个新鲜事物，是硅谷独特的创业模式。2006 年 2 月，公司搬进北京东直门附近天恒大厦。

2006 年，当 Youtube 被卖给 Google 的时候，它的价格是 16.5 亿美元！这一消息让业界振奋。一时间，国内视频网站如雨后春笋般纷纷成立，中国的视频网站也增长到 200 家之多。然而，让人称奇的是，在优酷仅仅创立两年之后，就一举成为了视频领域国内第一、全球第二的网站。

这时出现在聚光灯下的古永锵，身份已经成为了国内最大视频网站优酷网的创始人。而擅长资本运作的古永锵在 2007 年的一句言论，在金融海啸突然来袭的如今看来，更具震撼力："视频是有钱人玩儿的游戏，融资必须上亿，否则别玩"。

古永锵自信地说，优酷从来没有为融资犯过难。从 2006 年回国创业至今，我再没去过美国，不像其他同行全国或全球到处跑融资，不知道飞了多少圈地球。

优酷第一轮融资，投资方是成为基金，还有 Farallon。2006 年 11 月，优酷又顺利完成第二轮 1,200 万美元融资，成为基金拉上了 SutterHill。贝恩在第三轮融资时介入，优酷第三轮融资完成 2,500 万美元。

古永锵介绍，优酷的第三轮融资决策，是 2007 年 8 ~ 9 月份。贝恩是全球有名的重视数据分析的投资公司，他们投资优酷前，做了很多调研。QQ 相关高层看了后台数据，对贝恩建议：你们应该投优酷！

到 2008 年第四轮增资扩股，贝恩又拉上 Maverick。"我们一部分的技术贷款，则是第二轮进入的股东 SutterHill 介绍的，"古永锵说。

优酷融资有一个特点：每一个股东加入，在新一轮融资里，他们都继续加投。这是比较罕见的一种持续多投现象。在所有投资者后面，是耶鲁大学基金。耶鲁大学曾经投了贝恩，也投了 Farallon、成为基金和 SutterHill。这些公司现在管理的资金规模超过 1,000 亿美元。耶鲁大学首席投资官在美国投资界属于元老级人物。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在古永锵的领队下，优酷网的融资量名列所有中国视频网站融资量的前两名。

3. 确立视频江湖地位

充裕的资金，让古永锵可以大展拳脚。进入 2008 年，古永锵当年做了三件事，彻底成就了他在视频领域的老大地位：开创视频网站的营销元年、拿下“广电双证”、奥运营销成功。古永锵 2008 年首战营销，收获众多一线品牌广告大户。“优酷不到 8 个月时间积累了 100 多个一线品牌，尤其奥运是个很好契机。从整个行业看，2008 年将成为中国视频网站营销元年。”

在实现视频播放量过 1 亿后，优酷若要继续实现收入过亿，广告收入成为关键。2 月，古永锵首先挺进上海设立分公司，两个月后优酷广州分公司开张。与北京不同，优酷上海、广州两地主要以营销人员为主。伴随营销体系搭建，优酷网迅速积聚起广告客户。“我们的客户前期主要集中在消费类电子领域，像联想、三星、戴尔、惠普，现在电信有中国移动、联通，服装有耐克、李宁，汽车行业有通用、宝马，快速消费品有雀巢、喜之郎，几乎遍布所有行业。”

一个典型的例子是：“4 月份，戴尔全球总裁迈克戴尔来到中国。我参加晚宴跟他交换名片。没想到迈克戴尔说他已经用 google 版翻译软件上过优酷，看跟帖内容。”

在广告形式上，优酷也不断创新：5 秒前贴、15 秒后贴、叠片、暂停广告等全卖。“前、后贴和暂停广告卖得比较好，看较长视频时候中间按暂停，就会出现一个 FLASH 或者一个图片广告。我们甚至鼓励企业把拍电视广告的花絮拿出来。”视频网站播放广告一大优势，就是不像电视台有 15 秒、30 秒时段限制。古永锵继而把这种优势发挥到极致。

而优酷 2008 年营销战略中，不得不提的是其提出的“合计划”。

2008 年 6 月 11 日，优酷网宣布启动“合计划”。整合百家视频官网上线，形成媒体联盟，这一阶段达成合作的视频官网包括北京电视台、东方卫视，中国电影集团公司、华谊兄弟、环球音乐、EMI 百代。优酷“合计划”媒体合作模式包括五类：“内容合作机制”、“媒体热点联盟”、“明星视频官网”、“爱心公益平台”以及“企业营销合作”。11 月 11 日，优酷又宣布推出“合计划 2.0”，古永锵表示已经签下 1000 多家电视剧制作合作单位作为联盟成员，获得 40000 部集的热播及经典电视剧版权及 50000 小时的影视剧时长，“占据了目前市场 70% ~80% 的流动版权份额”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"合计划"更像是优酷战略布局中的神来之笔。在其他视频网站忙于收缩防守"过冬"时，古永锵却四处出击合纵连横，"通过与合作伙伴在品牌、资源、营销、业务拓展等多层面的战略联手，实现其主流、健康、高端、大气的品牌定位，继续引领中国网络视频业的正规化发展进程。"优酷的双证齐全，让古永锵成为电视改革中一名光荣的电视节目辛迪加——这正是前不久广电总局人士呼吁中国大力发展的行业。

在搜狐的经历使古永锵认识到，只需要体现部分互联网特征，对传统媒体而言就是颠覆性的，但是反过来，过于强调互联网特征，反而是商业模式的落实变得虚无缥缈。比如说，利用网络媒体及时、海量的特征，在新闻领域已经有相应的竞争力，但是反过来强调自身媒体特征，却使商业模式被社会接受变得困难。

4. 八年一轮回

就在优酷急速扩张之际，百年难遇的金融海啸突然来袭。行业普遍担心，中国互联网行业的融资环境恶化，美国资本市场大门的关闭，是否会导致以烧钱著称的视频行业彻底死亡呢？

"现在的视频互联网很像 2000 年纳斯达克泡沫时期的图文互联网。"古永锵说，只有那些心态好，有眼光投资者才能与企业共同渡过难关。古永锵介绍，去年优酷 7 月份增资扩股 4 千万，当时公司还有 1,000 万美元左右的资金储备，但感觉上半年全球金融方向有点儿不明，在董事会成员建议下，果断进行增资扩股，回过头来看，"非常幸运、判断非常正确"。

然而，大多数公司没有优酷这样的运气，在 200 多家视频网站中，有幸获得首轮融资的公司不超过 50 家，有幸获得第二融资的公司不超过 20 家，合计融资超过 2,000 万美元的不超过 10 家。

"走过冬天，将风景无限，因为互联网正走在 8 年一轮回的节点上。对于优酷而言，2009 年正是这八年轮回的节点，视频领域内，龙头企业一定能够生存并且壮大。"古永锵说。

古永锵认为，每过 8 年，互联网行业就会发生革命性的变化；中国互联网商业化起始于 1998 年，从 1998 年至 2006 年是图文互联网的时代；至 2008 年发展到顶峰，媒体娱乐、通讯（主要指即时通讯）、电子商务、搜索等应用服务、商业模式从无到有，直至峰顶；在 2006 年，视频互联网出现，经过两年的发展，"从 2008 年开始，将是视频互联网的时代。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



古永锵认为，广告主认可互联网营销是有道理的：在冬天，广告主在寻找成本更低、价值更高的营销手段，与电视、平面媒体相比，互联网广告是最便宜的，后来搜索则降低了广告的门槛，付数百元也能获得点击，实现营销，“这轮金融危机中会有类似的状况发生，最终拯救视频互联网。广告主不得不寻找比搜索、互联网营销价格更便宜、门槛更低的营销方式。这种新的营销方式就是视频互联网营销。”

目前优酷的流量，实际已达门户网站水平：按访问时长规模标准，优酷已成为中国前五大网站；按用户覆盖规模标准，优酷成为中国第七大网站。优酷甚至已超越欧洲视频网站老大，成为仅次于美国 YouTube 的全球第二大视频网站。

在古永锵看来，今年 YouTube 全球收入有望达到 2.3 亿美元，实现收支平衡。这对于全球视频行业，对于优酷而言，显然都是一个很好预兆。“只有成为行业第一、第二，才有机会获得营销决胜。尤其是第一名市场份额一定要超过50%，互联网行业各领域发展规律概莫能外，诸如国外 Google、国内百度、腾讯等。”在古永锵看来，优酷流量称王，使其“中国视频营销首选”的江湖地位已很难被撼动。

尽管优酷优势无可撼动，但古永锵坦陈：优酷找到盈利之路，最快也是在 2009 年。视频是有钱人玩儿的游戏，中国视频产业言利尚早。古永锵此话还有另一层意思：视频行业的昂贵门槛，不是谁都能迈进的。虽然找到盈利之路最快也要等到 2009 年，但优酷的推进却尽在计划中。“我的目标是 3 个 1 亿：资金投入 1 亿元，日视频播放量 1 个亿，2009 年收入过 1 亿。即使不持平，能在如此短时间内做到 1 亿元收入，盈利基本上就是时间问题了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　富基融通

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

富基融通科技有限公司是亚太地区供应链前端市场全程流通（分销，物流，零售）解决方案和服务的领导供应商之一，是第一家在纳斯达克上市的中国软件公司，也是供应链前端市场全程流通软件海外上市第一股。

富基融通的客户群覆盖中国200多个城市的800多家地区领袖客户（其中包括30%的中国零售百强），主要客户群包括重庆长安福特，海尔，GUCCI，P&G，J&J，B&Q百安居，米奇天地，JUSCO，CRC中国华润万家，上海联华，中油BP，BELLE百丽，天津天狮，苏宁电器，中国免税店，王府井集团，新燕莎，SOGO，北京京客隆，百盛，东方家园，重庆百货，浙江话机世界，山东银座，武汉中百，武汉武商，武汉中商，虹猫蓝兔，湖南步步高，福建永辉等。

efuture创立于1997年，总部在北京，efuture在中国市场拥有强大的开发团队和服务团队，建立了国际领先的项目管理体系及大规模交付能力。现有员工600多人，研发250多人，服务230多人在全国设有20个分公司或办事处，1个CALL CENTER，30个城市服务站。efuture分别在上海、武汉、南京建立了国内规模最大的流通技术实验室和服务基地，在北京与IBM中国研究院合作建立了零售创新实验室，与MOTOROLA合作建立了移动流通实验室。

2007年，北京富基旋风科技有限公司与广州融通系统集成公司合并，并更名为北京富基融通科技有限公司，efuture成为中国流通业最大的解决方案和服务提供商，efuture是ECR，ROSETTANET，中国商业联合会，中国百货商业协会，中国连锁经营协会等的常务理事单位，是北京电子商务协会、北京市商业联合会、深圳零售协会、广东省连锁协会、上海连锁经营协会、上海百货协会、武汉连锁协会等的理事或会员单位。曾承担过国家“十五”计划CRM及物流标准化科技攻关项目。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在流通 ERP 管理软件领域，富基人锻造了富基事业持续发展的核心优势和未来的战略竞争力，已经帮助中国 400 多家客户群（其中分销商 190 多家，零售商 200 多家，物流服务商 4 家，工业制造商客户 5 家）带去了最佳实践，传播了业界领先的管理基因，固化了独特的解决方案，提供了高水平的服务。

针对全程供应链上不同伙伴（包括制造商、分销商、物流服务商、零售商、消费者），富基开发了完整的全程流通随需应变解决方案，共 30 条产品线，进一步发扬了 efuture ONE 解决方案不断满足不同领域，尤其是关键行业独特需求的传统。富基主要服务的行业和经典客户包括：汽车工业制造（比如长安、福特）、电器工业制造（比如海尔）、FMCG 快速消费品（比如 P&G、北京一商美洁等）、零售业（比如北京王府井、北京燕莎、SOGO、北京城乡、马来西亚百盛集团、江苏苏宁电器、天津家世界、北京东方家园、河北北人集团、重庆百货、西安海星、香港连卡佛、山东银座、成都熊猫城 MALL、上海美亚 21 世纪、浙江银泰、武汉中百、武汉广场、深圳铜锣湾集团 MALL、山西和信 MALL 等）。

为满足各个垂直行业的独特需求，旨在使企业内外部流程进一步实现可视化、自动化、集成化和简单化，通过信息流统计、全程监视和管理整个企业业务活动的资金流、物流、订单流、顾客流，控制整个流通过程、成本和质量，使我们的客户能够最大限度地降低生产过剩、库存过剩、商品短缺、顾客短缺、收入损失以及因延误交货而引起客户不满等风险，消除整个供需链中的浪费与低效，实现需求链驱动的真正的“精益化流通”，真正的“全程流通、随需应变”，帮助中国地区的领袖客户和成长性客户实现可持续的发展。其财务业绩如表 15－1：

表 15－1 富基融通财务数据

（以百万人民币计）

利润表	2008 年 第 3 季度	2007 年度	2006 年度
总收入	27.36	84.07	47.84
毛利总额	13.09	38.09	25.01
营业利润	−0.32	6.94	7.98
净利润	−28.91	−27.48	8.11
资产负债表			
流动资产总额	94.02	101.91	74.90
资产总额	217.30	208.31	83.02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

利润表	2008 年 第 3 季度	2007 年度	2006 年度
流动负债总额	84.79	51.23	18.48
负债总额	97.17	82.64	18.48
股东权益合计	120.13	125.67	64.55
现金流量表			
净利润	-39.21	-27.48	8.11
经营活动产生的现金流量	-3.62	18.49	12.65
投资活动产生的现金流量	-31.02	-68.34	-3.56
筹资活动产生的现金流量	-0.65	58.15	44.33
现金净增减额	-34.57	5.76	52.63

表 15-2　富基融通主要财务指标

	2008 年 第 3 季度	2007 年度	年度过去一年
净利润率	-105.68%	-32.69%	-52.51%
营运利润率	-1.18%	8.26%	0.58%
息税折旧前利润率	—	22.08%	17.69%
平均资产回报率	-54.05%	-18.86%	-25.72%
平均股权回报率	-96.17%	-28.89%	-54.29%
员工	623	—	—

来源:Google 财经

(二)历史沿革

富基旋风此次是通过股本增发的模式发行新股的,共发行 113.35 万股,发行价 6 美元,共募集资本 680 万美元。“其实我们的盘子很小。”颜燕春坦言。此次发行股份更为重要的意义不在于打通了新的融资渠道,而是规范了企业的治理,更重要的是这种规范并不是一蹴而就的。

早在 2001 年,富基旋风就踏上了上市的漫漫征程。2000 年底,第一次风险投资热潮登陆中国,刚刚闯出点儿名气的富基旋风,也因为其服务传统零售商的定位而获得了投资者的青睐。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2001 年 4 月，上海联创投资管理有限公司（New Margin）以 250 万美元入股富基旋风，持有富基旋风 33% 的股份。同年，富基旋风在开曼群岛注册离岸公司，变身为外商独资企业。

2003 年 9 月，New Margin 再次为富基旋风引进 DBS 德意志银行亚洲投资基金。更多风险投资基金的进入，也加快了富基旋风上市的步伐。

“当时，我们对于是在香港还是在纳斯达克上市并没有最后确定。”颜燕春介绍。到了 2005 年的下半年，投资者们最终决定，选择在纳斯达克上市。毕竟，作为一家年营业收入 6,000 万元，净利润为 400 多万元的小型公司，无论是从上市要求还是投资者的关注点，纳斯达克都更适合。

实际上，此次富基旋风上市的板块，正是纳斯达克从今年 6 月才开始启动的 CAPITAL MARKET，前身为纳斯达克小型资本市场，专门针对那些试图融资的中小型高科技企业。

上市之前，颜燕春等几名公司创始人以及公司员工共持有富基旋风近 70% 的股份。此次增发后，持股比例从 70% 下降到 40%。但颜燕春并不担心失去对公司的控制权。他表示，目前公司董事会成员中执行董事有 3 人，他和 New Margin 的代表占两席，为绝对多数。

二、各方观点

（一）《证券日报》（2006 年 11 月 3 日）：中国第一家软件公司成功登陆纳斯达克

美国东部时间 10 月 31 日 10:30，富基旋风科技有限公司成功登陆纳斯达克证券交易所，首日收市 7 美元，涨幅 16.67%。据悉，富基旋风此次发行 1,133,500股，发行价每股 6 美元，共募集 680 万美元。

纳斯达克全球总裁兼首席执行官罗伯特·格雷费尔德在接受记者采访时表示，目前在纳斯达克上市的中国公司已达到 31 家，中国成为除美国本土之外成长最快的板块。

该公司董事长兼 CEO 颜艳春介绍说，富基旋风是亚太地区流通业目前最大规模的流通 ERP 供应商之一，现在也成为第一家在 NASDAQ CAPITAL MARKET 上市的中国软件公司。

创立于 1997 年的富基旋风科技，注册于英属开曼群岛，注册资金 220 万美元，主要投资方为上海联创投资管理公司（New Margin），2003 年，德意志投资银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行亚洲基金(DBS)成为富基新的一个股东。

(二)《中华工商时报》(2006年11月16日):中国软件公司纳市受宠

升14.11点,涨幅47.85%,最高冲至48.64美元,以43.60美元报收,这是富基旋风在刚刚收盘的美国纳斯达克市场上的表现。也许会出乎很多人的意料,这个在半个月之前才刚刚登陆美国,发行价为6美元,融资额仅为680万的中国软件公司,今天会在纳斯达克上掀起一阵“旋风”。

10月31日,富基旋风(NASDAQ:EFUT)宣告登陆美国纳斯达克的小型资本市场NASDAQ CAPITAL MARKET,由此,富基旋风也成为了首家在此上市的中国软件公司,同时,它也是中国第一家专门为零售流通企业提供IT信息化服务的海外上市公司。

从纳斯达克的统计数字来看,在上市后的半个月的时间里,富基旋风持续走强,股价连连高升,11月2日以11.4美元收市,上市3天内涨幅已达90%,换手率达到25%。从本月9日开始,股价凌厉上升,目前股价已从刚刚发行时的6美元上升到了43.6美元,翻了七倍多。

作为亚太地区供应链前端市场全程流通解决方案和服务的领导供应商之一,富基旋风的领导曾经表示,作为一个营业额和净利润都不高的小型企业,之所以选择纳斯达克这个资本市场,是因为看中了他的包容性与开放性:对于限制投资或者交易的门槛较低,并且在公司成长的过程中,市场依然会提供足够的融资规模。对于富基旋风之所以会受宠于纳斯达克,公司领导也表示近年来持续的增长势头和中国零售及快速消费品市场快速增长的大环境,使国外的投资者在中国市场上看到了巨大的增长潜力。

富基的创始人兼董事长颜艳春将富基的美国上市描述为“充满未知、冒险,以及各种奇异可能的旅程”。从目前来看,至少就股价而言,他在这条旅程的道路上还是收获颇丰的。

(三)广告与营销网(2007年2月18日):“小公司”走上冒险之路

成功登陆纳斯达克,富基旋风在迈上新台阶的同时,也进入了一个更大的竞争舞台,面对更大的竞争压力。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果退回到10年前，再能折腾的老颜恐怕也不会想到自己有一天也会成为美国纳斯达克上市公司的董事长。

那时候，整个中国还没有一家企业能够登陆纳斯达克，而在纳斯达克上市，则被认为是给那些极具潜力的高科技公司发放的一张通行证，通过考验的公司不仅能捕获全球最狂热的投资人群的眼球，而且也能借此向世人展示高科技的力量。

老颜就是富基旋风科技有限公司的创始人兼董事长颜艳春。这个开朗健谈、一笑会露出两颗可爱"兔牙"的四川中年男人，就在几天前的10月31日，刚刚将自己一手创办的富基旋风带到了美国纳斯达克证券交易所。

富基本次发行1,133,500股，发行价6美元，11月2日收市于11.4美元，3日内涨幅达90%，换手率达到25%，以这个价格计算，本轮融资接近1,300万美元，富基也由此成为在NASDAQ CAPITAL MARKET（纳斯达克资本市场）上市的中国软件第一股。

颜艳春也许需要很长一段时间，才能真正适应别人在上市前后看待他的那种目光变化。11月1日，当接待来华访问的纳斯达克证券交易所总裁兼首席执行官罗伯特·格里菲尔德（Robert Greifeld）时，有美国朋友在酒席间开玩笑地问老颜，"嗨，颜，你们准备什么时候收购IBM？"颜艳春这才发现，自己已经踏上了一条充满未知、冒险，以及各种奇异可能的旅程。

在颜艳春的心里，富基旋风的未来应该是全亚洲、乃至全世界最好的供应链前端解决方案供应商。然而这条路也并不好走。一位不愿透露姓名的业内资深人士对记者说，"其实现在富基面对的竞争很激烈，零售这个行业内的对手太多了。"

颜艳春也很清楚地知道这一点，他在采访中也向记者坦言，和进入中国市场的一些真正专注于零售行业的外资对手比起来，富基还很弱小，"一家以色列的POS机公司，仅凭POS机软件就可以卖到1.67亿美元，相比之下，我们还有很长的路要走。"

而外界的担心还不止这些。由于上市以后股权分散，富基旋风被收购的危险也大大增加。小盘股、重点行业应用、业绩不错、中国概念，这一切让富基确实具备了被收购的高度关注点。"如果听到外面有人说富基被收购了，你就当谣言听听得了。"老颜的话虽带些玩笑，但私下他也承认，如果有公司进行恶意收购，他也只能想办法去和股东们沟通，以保持大家在未来长远目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标上的一致。

颜艳春可不是一个轻易服软的人。“我们经历了那么多枪林弹雨都挺了过来，如今上市了就更不会怕。至少到现在我老颜还手里握着枪，眼睛还在四处看。”用老颜自己的话说，只要还活着，富基旋风就有的是机会。

（四）《IT经理世界》（2007年5月8日）：到纳斯达克没那么难

1. 给华尔街讲故事

2006年9月，颜艳春到美国弗吉尼亚州里士满市做路演。由于投行和大部分承销商都来自弗吉尼亚，去之前他很仔细地了解了当地的历史，里士满是美国南北战争期间南方联邦的首府所在地，政治上倾向于共和党，经济以传统行业为主。颜艳春心里直打鼓，不知道在这座以保守著称的美国南部城市，会有多少投资者对一家来自中国的软件公司感兴趣。不过这次路演让他感受到“中国概念”在美国的火热程度。

路演当天现场座无虚席，有的人只能站在过道中。对于中国企业的认识，他们似乎停留在《商业周刊》、《财富》杂志的报道上。颜艳春回答了公司战略、产品、团队如何建设等等问题，有的投资者甚至问：“富基旋风准备何时收购IBM?”这让颜艳春一愣，“因为他们都知道联想收购了IBM的PC业务，而我们恰好是家软件公司。”

“我们只是在正确的时间进入了华尔街的视野。”颜艳春说。据说，在华尔街流传这样一个说法：5个CEO在一起聊天，如果在5分钟之内哪个CEO没有提到中国，那他1个月之后就可能被解雇。富基旋风确实赶上了好时机，之前有百度、无锡尚德、新东方等中国公司陆续上市，这些铺垫足以让颜艳春借着“中国概念”给弗吉尼亚的投资者讲一个动听的故事。

美国投资人恐怕不能了解中国零售业的竞争多么惨烈，目前富基旋风的业务集中在为制造、零售、分销以及物流企业提供流通过程管理软件，虽然规模小，但颜艳春要给投资人强调的是成长性。

他给投资人看这样的数据：与美国这个行业中最好的公司相比，富基旋风上市时的规模仅是它的1/40，未来的成长空间非常大；中国零售及流通行业2006年的IT支出超过80亿元人民币，这些数据让投资人看好未来的回报率。“美国人并不怕你小，他们都知道所有伟大的公司都是从小公司开始的。”这是



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



颜艳春的经验。

“在北京，从东长安街到西长安街两边全是我的客户。”颜艳春不清楚这些投资人是否去过北京，但这个说法足以吸引他们的注意。在富基旋风的客户名单和合作伙伴中也不乏一些大公司。它们是中国与IBM研究院合作最多的公司，当年进入零售管理软件市场就是因为富基旋风是国内最早基于IBM的零售业平台开发出应用软件的公司。目前它们为国内500多家零售、分销、物流以及制造业客户提供软件系统和服务，客户中也包括宝洁、迪斯尼、GUCCI这些美国人耳熟能详的企业。

并不是所有的美国投资人都了解中国市场，在这一点上，颜艳春占到了一点儿小便宜。投资人比较关心商业模式、组织架构以及未来的战略，目前富基旋风既卖软件，还有软件租赁业务，甚至还与宝洁合作呼叫中心，在投资人看来，这是很有创新精神的商业模式，但却不了解在中国卖软件其实是一件“费力不讨好”的事。

2. 融资过程

风险投资进入后，颜艳春开始憧憬上市。在上海联创以及汪潮涌的推动下，颜艳春开始对富基旋风长达5年的改造。从2001年开始，富基旋风每年都请毕马威做财务审计，每一次审计都为富基提供了很多改进的建议。2004年、2005年，他和汪潮涌一起考察了新加坡、香港以及伦敦证券交易市场。就在这时，颜艳春接到了朱明从美国打来的电话。

2005年年底，颜艳春接到从公司前台转来的一个电话。电话中一位叫朱明的人说自己在美国负责为一些地区性投行寻找中国企业，想知道富基是否有在美国上市的打算，如果可以，他愿意到北京与颜艳春面谈。听过朱明的介绍，颜艳春半信半疑，但想到对方要大老远从美国赶来，应该不至于是个玩笑。2004年，富基旋风的销售收入约为3,400万元人民币，净利润450万元，这时他也正在考虑上市融资。

朱明目前在美国RMCC公司担任副总裁，主要业务就是为美国的地区性投行在中国寻找合适的企业，是国内企业的“经纪人”。与朱明在北京见过面之后，颜艳春解开了很多有关在美国上市的疑问。在国内市场一般有这样的观点，企业如果融资规模不到5,000万美元，最好不要到纳斯达克上市，而如果市值不到10亿美元，也不会有投行关注。实际上，在美国有很多中小投行专门帮助中小型企业运作上市，他们近年来也关注高速成长的中国企业，只是还没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入国内。而摩根、高盛这些大投行是在中国做大生意的，眼中也看不到富基这样的小公司。这样的信息不对称，造成很多中小企业对到美国上市存在误区。

在朱明的引荐之下，颜艳春接触到美国 Anderson & Strudwick Inc.，这家投行成立于 1948 年，客户规模基本在 500 万到 5,000 万美元之间，他仔细研究了 Anderson 曾经做过的一些项目，主要集中在传统行业，而且富基旋风当时的规模似乎也很难达到这家投行的标准。不过第一次与中国企业打交道的 Anderson 却对朱明以及富基旋风提供的财务报告和商业计划书表现出强烈的兴趣，他们没有想到，富基旋风已经为上市做好了各种准备，包括开曼群岛的股权变更，公司按照美国证监会要求建立了规范的公司治理架构，从 2001 年以来的财务报告也很完整。

Anderson 公司走访了富基旋风的客户、合作伙伴，进行了细致的尽职调查。几次磋商之后，富基旋风开始为登陆纳斯达克资本市场做准备。纳斯达克资本市场的前身是纳斯达克小型资本市场，专门为中小型科技公司提供融资平台，相比纳斯达克全球精选市场和全球市场来说，这个市场的进入门槛要低得多，微软当年就是从这个市场启动的。“纳斯达克也有三个门，关键要看你能否选择合适的门进去。”而颜艳春觉得，很多公司上市失败的原因就在于，没有摸清楚资本市场的游戏规则。

在整个上市过程中，朱明充当了富基旋风的上市顾问。为了节省上市费用，富基旋风没有再去找毕马威这样的大公司，而是通过朱明找到了具有同样资格但并不知名的审计公司和律师。做审计的是来自盐湖城的 Hansen, Barnett & Maxwell，律师则来自 Kaufman & Canoles。招股说明书怎样写，哪些信息要披露、如何表述，朱明也提供了很多建议。颜艳春知道了，招股说明书不需要“包装”，就是要让你把公司历史原封不动呈现出来，而且披露得越完整越好。“路演的时候，你还可以吹上几句，说个笑话，但招股说明书一定不能开玩笑。”

因为没有足够的现金，颜艳春跟投行谈判，先付一些定金，等上市成功了，再给付全额费用，没想到 Anderson 竟然同意了。他后来才知道，这些做法在美国都是有先例的，“但要具体谈，每家做法都不一样，这个要看他对你是否有信心，还有你是否强势。”为了降低上市成本，富基还用股票替代现金支付给承销商，虽然与 Anderson 在股票的发行价上有一点儿分歧，但现在看来，富基旋风还



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是达到了自己上市的目的。

颜艳春希望成为纳斯达克上市公司后，富基旋风的业务可以扩展到北美市场。他现在也开始筹划酝酿已久的行业整合了。3月中旬，富基旋风又通过纳斯达克融资1,000万美元，这笔资金用于战略并购以及核心产品研发。有了纳斯达克这个资本平台，富基旋风和颜艳春要做更多的事情。

本书点评

看来富基还是做得很专，是“又专又红”的真实写照。是平台经济的技术支持者，自然也从平台经济的发展中获得惊人的红利。它准确地切入商业连锁平台以及与之配套的物流平台软件支持领域，这是朝阳行业中的朝阳。所以是迷你型的公司一点儿也不奇怪。它将伴随着平台经济的发展而壮大，我就祈祷它不要偏离主业，不要搞多元化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章 好孩子集团

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

好孩子集团创立于1989年,是世界儿童用品行业的重要成员之一,是目前中国规模最大的专业从事儿童用品的企业集团。好孩子集团秉承"健康、智慧、爱心"的理念,以"关心孩子、服务家庭"为宗旨,专业从事儿童用品的研发、制造、分销和零售,为天下家庭提供全系列的母婴用品。

"好孩子"在中国儿童用品行业拥有"中国驰名商标"和"中国名牌"的称号。"好孩子"关心并陪伴着全球宝宝的健康成长,为每个家庭提供了从怀孕准备期到学龄前各个阶段的科学育儿方案。"好孩子"为孩子们准备了童车、童床、餐椅、儿童服饰、哺育用品等几千种儿童用品,并为年轻父母们提供了专业育儿网、亲子俱乐部、呼叫中心等全方位、无间隙的服务方式。

好孩子集团建立了国际业界领先的产品研发团队和制造基地,好孩子集团的产品销往全世界70多个国家和地区,其中婴儿车产品在中国连续15年销量遥遥领先,在欧美市场连续多年销路领先。

好孩子集团建立了以35个分公司为枢纽、覆盖全中国的分销及零售网络,是nike kids等12个国际著名品牌在中国的独家代理。位于江苏昆山经济开发区,具有年产300万辆各类童车的能力。2006年,好孩子在中国上海开设全国第一家一站式母婴用品专卖店。

(二)历史沿革

好孩子集团创立于1989年,是中国最大的童车生产商。2005年,好孩子集团销售额达到25亿元,其中国际与国内市场的比例为7:3,纯利润超过1亿元(集团股权结构变更如图16-1)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

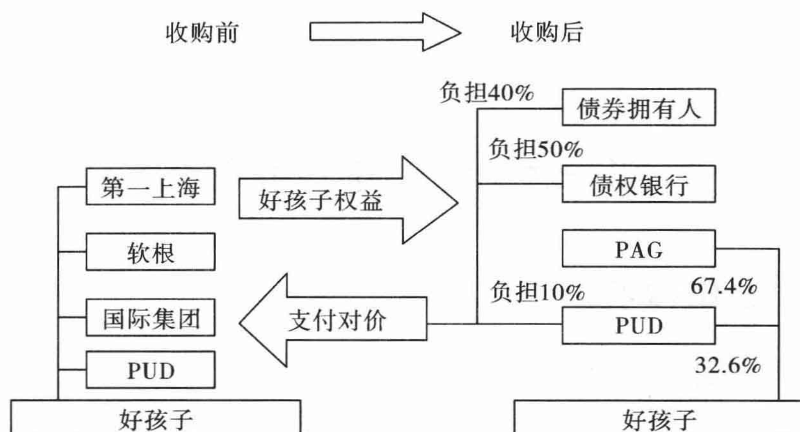


图 16－1　好孩子集团股份结构变更图

当好孩子集团进入 PAG 视野的时候，花旗和好孩子方面的谈判已经相当深入了，PAG 连夜赶往德国和好孩子方面商定了收购事宜。与国际知名的老牌投资公司相比，名不见经传的 PAG 这次出手极其犀利，此次收购前后耗时不到 4 个月，从 2005 年 10 月开始接触，2006 年 1 月底就完成了支付对价与股权交割的全部动作。

PAG 本次收购是一起典型的杠杆收购：由 PAG 以好孩子集团的资产作为抵押，向外资银行筹借收购所需部分资金，实现"蛇吞象"的一幕。其具体运作过程分为收购对象选择、收购谈判、资金运作、收购后整合四个阶段。

在收购对象选择上，好孩子之所以被 PAG 相中，主要得益于好孩子的长期负债少，市场占有率高，流动资金充足稳定，企业的实际价值超过账面价值。PAG 的管理合伙人克里斯·格拉德尔说："在过去 5 年内，该公司的年增长率达到 20% ～30%，其管理层也是中国最好的管理团队之一。"

在收购谈判阶段，由于收购中新旧投资者以及好孩子管理层等三方利益盘根错节，谈判所涉及的关系非常复杂。但从谈判的结果来看，从开始谈判到最后达成协议所耗费的时间差不多为两个月，效率极高。

在收购资金的运作方面，PAG 经过精心的测算和设计，通过资产证券化及间接融资等手段，设计了一个颇为漂亮的杠杆。在确定收购意向后，PAG 先通过好孩子管理层组成的集团筹集收购价 10% 的资金，然后以好孩子公司的资产为抵押，向银行借入过渡性贷款，相当于整个收购价 50% 的资金，并向 PAG 的股东们推销约为收购价 40% 的债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PAG 进入好孩子后,对好孩子的法人治理结构进行了改造。好孩子集团的董事会从原来的 9 人缩为 5 人:PAG 方面 3 人,好孩子管理层 2 人,董事长还是由好孩子的创始人宋郑怀担任,PAG 没有更换好孩子的 CFO,也没有派出参与管理层的执行董事。

通过此次资本运作,第一上海、软银和美国国际集团获利退出,好孩子集团的股东减少到两个。

二、各方观点

(一)《人民网》(2006 年 2 月 7 日):三家退出股东收益颇丰

海外私人直接投资基金 Pacific Al 郵 liance Group 以 1.225 亿美元收购了我国最大的专业从事儿童用品设计、制造和销售的企业集团好孩子集团公司。昨天,好孩子集团副总裁刘同友向记者透露,该笔交易已于今年 1 月底正式完成,这也是目前我国第一例国外资本杠杆收购国内业务。

去年 11 月,好孩子 5 大股东签订协议,将所持有全部好孩子股权以 1.225 亿美元的价格出售给 G - Baby,而 G - Baby 的实际控制人即为 PAG。

包括银行贷款等融资渠道,PAG 实际上拿出的收购资金中自己的本钱远低于 1.225 亿美元,而这些正是杠杆收购的一些内容。由于 PAG 收购好孩子并非全部以现金方式支付,对公司的管理层,是以股权方式支付,因此,收购完成后,好孩子的多家股东变成两家股东:其中 PAG 占股 68% ,剩下的 32% 为管理层持有。而此前管理层持股 29% ,此次实际上增持了 3% 。据悉,好孩子集团创始人、总裁宋郑怀此前所占股份为 7% ~8% 。

三家退出的股东此次均获利甚丰,第一上海卖出的价格是收购时的近 5 倍,而软库和 CRF 卖出的价格是收购时的 2 倍。创立于 1989 年的好孩子集团目前是中国最知名的婴儿产品制造商,目前在国内市场占有 70% 以上的份额,并在北美、南美、日本、欧洲设有海外分公司。

(二)《亚洲创业投资期刊》(2007 年 2 月 13 日):杠杆收购“一石三鸟”

易凯资本(China eCapital)是好孩子的财务顾问,全程参与了这个历时一年多的交易。其首席执行官王冉指出:杠杆收购手段同样可以用于国企改革,比如实现集团层面直接引入投资人,而好孩子集团对杠杆收购的尝试,对于管理



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



层主导的国企，会有直接的启示。他进一步指出，国有资产保值增值，实现全部或部分退出，管理层获得一定的股份，同时，大牌投资人顺利进入，“一石三鸟”。另外，国际上用来解决公司内部的“历史积弊”，也常常需要引入强势的外部投资人，这对一些国企也非常适合。

“杠杆收购时代的大幕已经拉开，随着国企整体改制的步伐明显加快以及海外更多的主流金融收购型基金的到来，未来在很多行业中都将看到杠杆收购的交易结构。”王冉乐观地表示。他认为，国有企业的管理层将有可能通过杠杆收购的方式在银行的帮助下，合法而正当地获得企业的部分股权，而类似 KKR 和黑石（Blackstone）这样的金融收购公司（Buyout Firms）一定会在中国经济中扮演更加重要和醒目的角色，海外银行将有可能通过为境外收购方在境外提供杠杆支持，而直接参与到中国企业的改制当中来。

（三）商界（中国商业评论）（2007 年 4 月）：杠杆收购国内企业的第一例

PAG 收购好孩子集团，是外资私人股权投资基金杠杆收购国内企业的第一例，亦是好孩子集团过去 16 年间进行的第四次“洋务运动”，前三次“洋务运动”分别是引进外资股东、进军美国和欧洲市场、用西方商业思维替换中式商业思维。

每一次“洋务运动”，都使好孩子获得再次“发育”的良机，这一次也不例外。股东的减少，意味着内部沟通的效率会大大提高。

此外，好孩子集团被私人股权投资基金盯上，最大的意义恐怕在于，一方面，国内其他行业当中的“隐形冠军”备受鼓舞；另一方面，也引起国外基金对国内中小企业的关注。

截至 2005 年，好孩子每年能生产 300 万辆各类童车，在中国中高档童车市场已占据近 70% 份额，并且更为吸引人的是，它在美国的童车市场占有率已达到了 30% 以上。

由此可以预见，在 2007 年，会有更多的“隐形冠军”得到私人基金的青睐，这些企业未必非常有名，但它们却专注于某一个单一市场，并且是该行业的领导者，当然，有相当比例的海外业务，那就更好。

最后，我们还有必要勾勒一下私人基金的投资轨迹：直接控股一家业绩看涨的小企业，然后等待时机海外上市，获得超额回报。有鉴于 2005 年好孩子集团计划赴港上市夭折的情况，几乎可以肯定，PAG 入主好孩子后，会尽快重启上市进程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(四)《投资者报》(2008 年 11 月 21 日):杠杆收购第一案赚了 400%

从两年前被国外 PE 并购到今天收购国内同行业企业,江苏好孩子集团的成长历史摆脱不了资本的影子。数次成功的海外融资,成就了好孩子在市场的绝对霸主地位。而在其中,那场轰轰烈烈的杠杆收购无疑又是最关键的一步。

在此背景下,好孩子被纳入了投资公司的视野中。2006 年 1 月,总部设在东京的海外私人直接投资基金 PacificAl - lianceGroup,以 1.225 亿美元收购好孩子 100% 股权,同时向管理层支付 32% 的股份。

即使以现在的眼光来看,这个案子的交易模式创新之处仍不多见。这是中国第一宗杠杆收购(LBO)。

一个细节是,当好孩子进入 PAG 视野的时候,花旗和好孩子的谈判已经相当深入了,PAG 连夜赶往德国和好孩子方面商定了收购事宜。与国际知名的老牌投资公司相比,名不见经传的 PAG 这次出手极其犀利,此次收购前后耗时不到 4 个月,从 2005 年 10 月开始接触,2006 年 1 月底就完成了支付对价与股权交割的全部动作。

好孩子集团杠杆并购的另一意义在于,国外基金对国内中小企业的关注。在好孩子交易曝光前几天,《华尔街日报》报道了这类小企业,他们从事的行业或许比童车更不起眼,比如,指甲刀、扑克、警灯、警报器、油画布,等等。

这起收购的典型意义在于:由 PAG 以好孩子集团的资产作为抵押,向外资银行筹借收购所需部分资金,实现"蛇吞象"的一幕。其具体运作过程分为收购对象选择、收购谈判、资金运作、收购后整合四个阶段。

在收购对象选择上,好孩子之所以被 PAG 相中,主要得益于好孩子的长期负债少,市场占有率高,流动资金充足稳定,企业的实际价值超过账面价值。

本书点评

衡量好企业的标准:稳定的现金流是第一位的,对于小企业来说,市场占有率不能苛求,但是一定要看增长趋势;对于负债来说,则要应行业而定,比如地产业,怎么可能有低负债呢?好孩子对私募来说确实是一个绝佳的商机。足见境外私募的眼光远远超越中国资本,都是中国资本看不上的小行业,最后做成



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国内巨无霸，然后一帮所谓专家、学者、教授惊呼外资渗透。

在收购谈判阶段，由于收购中新旧投资者以及好孩子管理层等三方利益盘根错节，谈判所涉及的关系非常复杂。但从谈判的结果来看，从开始谈判到最后达成协议所耗费的时间差不多为两个月，效率极高。

在收购资金的运作方面，PAG 经过精心的测算和设计，通过资产证券化及间接融资等手段，设计了一个颇为漂亮的杠杆。在确定收购意向后，PAG 先通过好孩子管理层组成的集团筹集收购价 10% 的资金，然后以好孩子公司的资产为抵押，向银行借入过渡性贷款，相当于整个收购价 50% 的资金，并向 PAG 的股东们推销约为收购价 40% 的债券。

PAG 进入好孩子后，对好孩子的法人治理结构进行了改造。好孩子集团的董事会从原来的 9 人缩为 5 人，董事长还是由好孩子的创始人宋郑怀担任，通过此次资本运作，好孩子集团的股东由 4 个减少到 2 个。

对目标企业估价和对目标企业现金流控制是杠杆收购的关键。按照市盈率计算，好孩子的市场价值在 20 亿元人民币以上，折算成 PAG68% 的持股比例，该部分股权的市场价值不低于 1.7 亿美元。PAG 支付的 1.225 亿美元收购款中，只有区区 1,200 万美元左右，余者以好孩子的业务现金流和企业控制权价值为抵押，向金融机构借贷，其目标为博取 400% [(17000 ~ 12250)/1200] 的高额投资回报率。

PAG 此次交易杠杆设计的核心风险在于，好孩子的经营现金流能否至少覆盖融资利息，以及现金流入的持续期能否满足融资的期限结构。事实上，美国自 20 世纪 70 年代以来大幅炒作的蓝筹股，其中绝大部分都是消费品行业的领袖公司。最主要的原因是只有消费品行业企业才具有持续的业绩增长能力，而持续的业绩增长能力是可以给予市场溢价的，这正是 PAG 投资信心的来源。

本书点评

好孩子品牌的成长得益于人民收入的增长和国家的计划生育政策，大量的独生子女的诞生，特别是 20 世纪 90 年代，那时国家还没有进行教育、住房、医疗的改革，城市居民生活压力较轻、成本较低，人们更愿意消费。那时最火的儿童品牌叫娃哈哈，因为独生子女零食吃多了，不愿意吃饭，所以诞生了刺激小孩吃饭的娃哈哈口服液。那时，娃哈哈广告在电视媒体上可以说是地毯式轰炸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章 红宝丽

一、案例介绍

（一）红宝丽公司简介

红宝丽公司，是在原南京市聚氨酯化工厂整体改制基础上，以定向募集方式于1994年6月23日设立的股份有限公司。公司设立时注册资本为1,017.82万元。经过2001年的送股与转增股份、2006年的增资，公司目前注册资本为5,600万元。

红宝丽属于精细化工产品生产企业，其主营业务包括硬泡组合聚醚、异丙醇胺和水泥外加剂。公司的三大类产品之间既相互独立，又存在有机联系。硬泡组合聚醚是聚氨酯硬泡生产的两大原料之一，其主要组分为聚醚多元醇（PPG），以环氧丙烷为主要原料；而环氧丙烷同时也是异丙醇胺合成的主要原料。水泥外加剂则是异丙醇胺的应用领域之一。本公司具有近20年研究开发、生产经营聚氨酯系列产品的历史。目前具备4万吨硬泡组合聚醚、2万吨异丙醇胺系列产品和1万吨水泥外加剂的生产能力，是国内硬泡组合聚醚的主要供应商，是世界上异丙醇胺产品的主要生产企业之一，2008年实际产量分别为4.65万吨，1.45万吨，0.42万吨，公司5万吨聚醚生产线预计2009年12月才能竣工。

2000年3月，公司被国家科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”；2002年2月，被江苏省科技厅认定为“江苏省重点高新技术企业”；2003至2005年度，公司连续三年被中华全国总工会和国家安全生产监督管理总局授予全国“安康杯”竞赛优胜企业称号；2006年1月，被江苏省知识产权局授予“江苏省知识产权先进企业”；现为中国聚氨酯工业协会副理事长、中国中小企业协会副会长单位。

公司开发的环戊烷型无氟组合聚醚为重点国家级火炬计划项目，被国家科技部等五部委确认为国家级重点新产品，荣获“九五”国家技术创新优秀项目奖；环戊烷/异戊烷型无氟组合聚醚被科技部列为国家级重点火炬计划项目；全水发泡型无氟组合聚醚为国家级星火计划项目和2006年度国家火炬计划环境



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



建设项目;HFC-245fa 无氟型组合聚醚、年产 100 万平方米聚氨酯外墙装饰保温板项目列入国家星火计划项目;高纯度、新工艺二异丙醇胺工艺开发及优化项目被认定为"国家重点技术创新项目"。

经过 10 余年的发展,红宝丽的主要业务已处于国内领先地位。其中,硬泡组合聚醚 2008 年销量 4.65 万吨,国内市场占有率约 13%,在中高端市场的占有率超过 20%,居国内第一;异丙醇胺产能 2 万吨/年,2008 年销量 1.36 万吨,生产能力亚洲第一、世界第三(前两位为巴斯夫和陶氏化学),出口比例接近 80%。2008 年度,硬泡组合聚醚和异丙醇胺业务分别占公司营业收入的 69%、23%,毛利的 58%、32%。

红宝丽公司实际控制人为芮敬功先生,目前直接持有公司 101.05 万股股份(包括其持有的 18.27 万股内部职工股),通过宝源投资间接控制公司 2,004.33 万股股份,直接和间接控制公司 2,105.38 万股股份,占公司发行前股本总额的 37.60%,为公司的实际控制人。

红宝丽控股子公司基本情况为:①南京宝淳化工有限公司。该公司由本公司和宝源投资共同出资组建,其中:本公司出资 4,500 万元,占注册资本的 90%;宝源投资出资 500 万元,占注册资本的 10%。②南京红宝丽国际贸易有限公司。其中,本公司出资 200 万元,占注册资本的 40%;宝淳化工出资 250 万元,占注册资本的 50%,宝源投资出资 50 万元,占注册资本的 10%。本公司直接和间接控制该公司 90% 股权,为本公司的控股子公司。③南京宝佳化工有限公司。其中,宝源投资出资 25.83 万美元,占注册资本的 72%;香港 YWCT 贸易公司出资 10.045 万美元,占注册资本的 28%。④南京宝新聚氨酯有限公司。该公司是在红宝丽上市以后,红宝丽公司以募集资金 1.68 亿元出资设立全资子公司,负责募集资金投资项目的建设。红宝丽控股情况如图 17-1 所示:

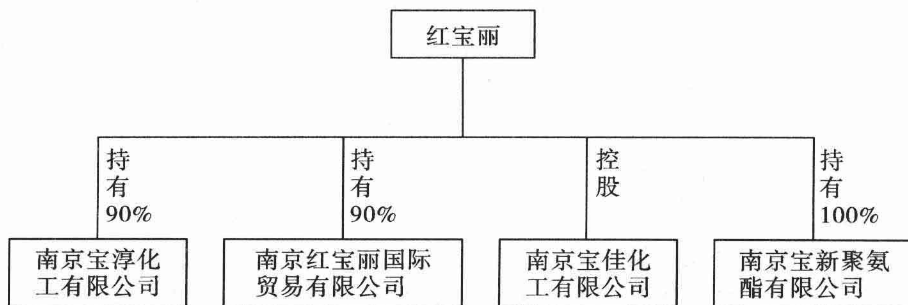


图 17-1 红宝丽控股情况

红宝丽 2004~2008 年净利润变化情况如图 17-2,可以看出,2006 年引入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4家投资公司——南京风投、省高科投、弘明投资和弘瑞创投后，净利润大幅上涨。

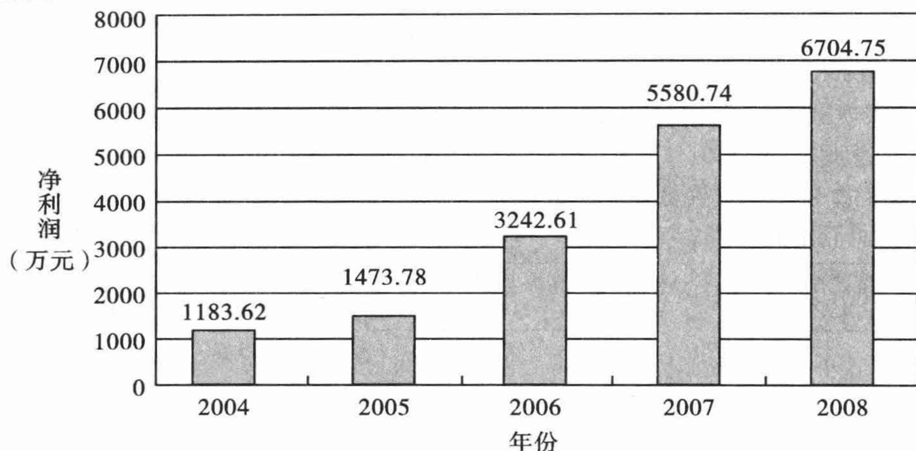


图17－2　红宝丽2004～2008年净利润

（二）红宝丽公司发展沿革

第一阶段，红宝丽前身——南京市聚氨酯化工厂快速发展。1991年初，经南京市经委批准，南京市聚氨酯化工厂成立，但仍从属于县化工总厂，是一个二级核算企业，没有独立的法人资质。当时的化工总厂少数领导，思想封闭，制订了"一要三不管"的附加条件。"一要"就是每年要上缴利润30万元，"三不管"就是：不管有没有技术人员，不管有没有资金，不管有没有效益。一定程度上还是不愿放、不肯放，影响了企业的发展。

1991年，南京市聚氨酯化工厂开始研制、开发低氟组合聚醚工艺配方，经过近两年的苦苦攻关，组合聚醚NA H2Y31（低氟型）通过专家鉴定，其技术指标达到国际先进水平。为了尽快地将技术成果转化成生产力，1993年底，一座年产5000吨聚氨酯系列产品技改装置成功建成。该装置包含了单体聚醚的生产线，生产能力达到原有装置的5倍，为市场的做大提供了质量和数量的强有力保证。

在产品相继进入苏州香雪海、宝鸡长岭，技术上攻克了低氟组合聚醚生产装置扩大运行后，过硬的质量、优良的售后服务在同行中逐渐获得赞誉，市场销售捷报频传。至1993年，产品先后进入了西北长岭、华北海尔和杭州西泠，市场份额直线上升，国货巨头对工厂刮目相看。急速增长的市场销售，也为工厂赢得了可观的经济效益，1993年共生产各类产品1250吨，实现产值2,700万元，销售收入1,470万元，利润200多万元，全员劳动生产率38万元，人均创利



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3 万元，名列县属企业之首，为下一步的大发展奠定了坚实的基础。

第二阶段，红宝丽公司以定募方式成立，公司获得生机。红宝丽公司以定向募集方式，于 1994 年 6 月 23 日设立了股份有限公司。设立时公司注册资本为 1,017.82 万元。每股面值 1 元，总股本 1,017.82 万股，

聚氨酯厂以经评估的全部经营性净资产 464.26 万元出资认购 464.26 万股，占总股本的 45.61%；高淳县财政局以现金出资 350 万元认购 350 万股，占总股本的 34.39%；聚氨酯厂内部职工以现金出资 203.56 万元认购 203.56 万股，占总股本的 20%。

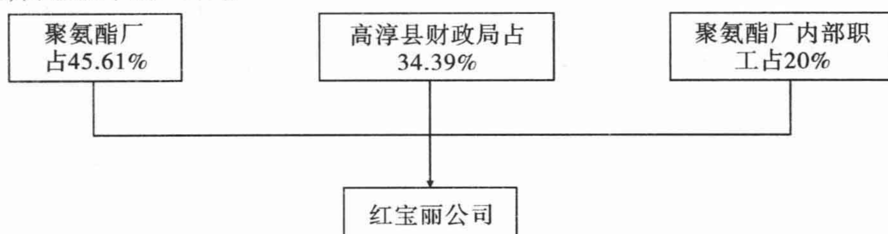


图 17－3　红宝丽设立时的股权结构

南京红宝丽股份有限公司的成立，彻底摆脱了化工总厂的牵制和束缚，结束了长达 8 年没有自主权的尴尬局面，真正成为一家完备的具有独立法人资格的自主企业。南京红宝丽股份有限公司的成立，为企业的经营注入了活力，成为公司快速发展的起点。自此，企业扬起风帆，踏入新的征程。

红宝丽建立了“研制一代、生产一代、储备一代、淘汰一代”的技术创新机制，在同行业中引领技术市场，成为企业标准。1996 年，先后成功研制“环戊烷型”和“141b 型”无氟组合聚醚多元醇，填补了国内空白，提前 9 年达到国际环保组织对发展中国家禁止使用氟利昂的规定。1997 年，无氟组合聚醚多元醇成为国家科委等五部委局推荐新产品，并成为公司核心主产品，广泛应用于制冷保温行业，为企业取得了显著的经济效益。1997 年，公司成立技术攻关小组，研发新产品异丙醇胺系列。2000 年走出实验室，在集团总部建设生产装置，放量中试，并由最初设计 500 吨/年，后升级至 1500 吨/年。由于技术含量高，工艺达国内领先、国际先进水平，投放市场供不应求，迅速成为公司的另一主产品。2003 年，5 万吨大批量异丙醇胺生产装置项目在南京化工园立项，征地兴建，2005 年建成投产。

市场份额不断增大，至 1994 年底，市场份额达到 20%。当时名列全国前 10 位的青岛琴岛、宝鸡长岭、长沙中意、杭州华日和西泠、苏州香雪海、北京白雪相继成为公司的重要客户。海尔、科龙、美菱、新飞、康佳等几乎所有国内知名冰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

箱厂家和三星、中集、西门子、荣事达等一大批外资(合资)厂家成为公司的主要客户群,市场份额达38%,稳居全国第一。

2004年初,公司董事会审时度势,提出了"实行二次创业"的战略构想:内部通过事业部扩张的办法,外部采取资本运作的方式,内外并举同时推进,实现企业做强、做大。

第三阶段,引入4家投资公司。2006年6月10日,公司召开2005年度股东大会,通过了公司增资扩股的议案,拟向南京市高新技术风险投资股份有限公司(以下简称"南京风投")、江苏省高科技产业投资有限公司(以下简称"省高科投")、南京弘明投资有限公司(以下简称"弘明投资")和江苏弘瑞科技创业投资有限公司(以下简称"弘瑞创投")定向发行1,314.98万股。

2006年9月30日,江苏省人民政府苏政复[2006]77号《省政府关于同意南京红宝丽股份有限公司增资扩股的批复》批准公司的增资扩股方案,分别向南京风投、省高科投、弘明投资和弘瑞创投定向发行414.98万股、310万股、300万股和290万股红宝丽股份。

2006年10月19日,上述新股东与公司原股东签订增资协议书,各方同意以经中华财务会计咨询有限公司评估的截至2005年12月31日公司每股净资产2.24元为基础,确定新增出资的每股价格为2.25元。

上述股权转让和增资扩股完成后,公司的股权结构为:

股东名称	股权性质	持股数量	持股比例(%)
江苏宝源投资管理有限公司	法人股	20,043,324	35.79
陆卫东	自然人股	5,900,000	10.54
高淳县国有资产经营(控股)有限公司	国有法人股	4,285,022	7.65
南京市高新技术风险投资股份有限公司	国有法人股	4,149,778	7.14
杨建民	自然人股	4,100,000	7.32
江苏省高科技产业投资有限公司	法人股	3,100,000	5.54
南京弘明投资投资有限公司	法人股	3,000,000	5.36
江苏弘瑞科技创业投资有限公司	国有法人股	2,900,000	5.18
南京爱立光电有限公司	法人股	2,000,000	3.57
陈树康	自然人股	1,000,000	1.79
芮敬功等58名自然人	自然人股	4,450,789	7.94
内部职工	内部职工股	1,071,087	1.91
合　计		**56,000,000**	**100.00**

资料来源:南京红宝丽股份有限公司招股说明书



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四阶段，在深交所成功上市，公司发展前景看好。2007年9月13日，红宝丽在深交所挂牌上市。本次红宝丽A股发行价格12.09元/每股，共发行1,900万股，募集资金总额为22,971万元。首日开盘价41.20元/每股，收于48.04元/每股。上市前后股权结构如下表所示：

股份性质及股东名称	本次发行前		本次发行后		限售期（自2007年9月13日起）
	持股数量（万股）	股权比例（%）	持股数量（万股）	股权比例（%）	
江苏宝源投资管理有限公司	2,004.3324	35.79	2,004.3324	26.72	36个月
陆卫东	590.00	10.54	590.00	7.87	12个月
高淳县国有资产经营（控股）有限公司	428.5022	7.65	428.5022	5.71	12个月
南京市高新技术风险投资股份有限公司	414.9778	7.14	414.9778	5.53	12个月
杨建民	410.00	7.32	410.00	5.47	36个月
江苏省高科技产业投资有限公司	310.00	5.54	310.00	4.13	36个月
南京弘明投资有限公司	300.00	5.36	300.00	4.00	36个月
江苏弘瑞科技创业投资有限公司	290.00	5.18	290.00	3.87	36个月
南京爱立光电有限公司	200.00	3.57	200.00	2.67	12个月
芮敬功	101.0463	1.80	101.463	1.35	36个月
其他自然人（178名，含作为自然人股东的董事、监事及高管）	551.1413	9.84	551.1413	7.35	12个月
合计	5,600.00	100	5,600.00	74.67	

2008年，公司实现营业收入88,990.49万元，比上年同期增长20.83%，实现归属于母公司股东净利润6,704.75万元，比上年增长20.14%。

鉴于2009年国内外经济形势的特点，考虑到主要原材料价格同比跌幅较大，在较充分评估下游行业需求的基础上，确定公司2009年主要经营目标为：主要产品硬泡组合聚醚销量增长15%以上。异丙醇胺销量增长20%以上，水泥外加剂销量增长50%以上，全年实现营业收入9.1亿元，比2008年增长2.25%；利润总额9,800万元，比2008年增长8.77%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方评述汇集

(一)《南京晨报》(2007年9月):南京红宝丽登陆深圳中小板,本土VC获利丰厚

记者从近期江苏省内多家上市公司招股说明书上了解到,在江苏省内注册的风投基金身影"屡现"前十大股东名册中。昨日,南京红宝丽正式登陆深圳中小板市场,其股价一度涨到58元,比发行价高出近380%。业内人士估计,江苏省内的一些风投机构仅这一单就"浮盈"上亿元。

投得准一次就能赚上亿元。江苏省内一家风投机构曾在2006年6月10日,以2.25元/股的价格,以战略法人的身份,投资了昨日刚上市的红宝丽公司。记者从红宝丽的招股说明书上发现,当时江苏省里共有三家风投基金参与,江苏省高科技产业投资公司、弘明投资公司、弘瑞科技创业投资公司,分别持有了310万、300万、290万股的股份,按收盘价48.04元计算,账面浮动盈利均达到了亿元。该风投机构人士表示,"现在A股是全流通,意味着在锁定期后(1年或3年),可在交易所变现。"

记者从多家近期登陆资本市场的股票招股说明书上了解到,本土风投基金身影屡屡闪烁前十大股东之间。刚在香港上市的高精齿轮江苏省高科技投资集团是在2001年参与,获得了40倍的收益。昨日,刚披露拟上市的南京云海特种金属公司股东名册中,记者发现中比、中新、海基投资等江苏省内本土风投基金都参与其中。一旦成功上市,也将获得上亿元的收益。

市民也能分享参与风投高收益。记者从业内了解到,普通市民有两种渠道可参与到这种投资活动中。一位券商人士表示,南京一些券商已对该公司内资金较大、贡献度较大的客户提供了此项"增值服务"。业内人士表示,小投资者也可买入"风投股"间接分享收益。江苏省高科技产业投资公司人士表示,江苏省上市公司——综艺股份就是公司的控股股东,持股比例高达53.85%。江苏省高科技产业投资每赚1亿元,综艺股份就间接赚得5,385万。

(二)《聚氨酯》(2008年5月):注重研发力度 追求产品创新

"红宝丽"商标为中国驰名商标。主产品聚氨酯硬泡组合聚醚广泛用于冰



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



箱冰柜、冷藏集装箱、冷藏车（库）、建筑板材、石化管道、热水器、建筑喷涂等领域。20多年来，“红宝丽”牌组合聚醚自主开发能力的形成，经历了从消化吸收引进技术、重点技术工艺再创新，到推动新老产品无氟化升级换代，再到满足客户个性化需求、开发行业一流产品的过程。红宝丽攻克了全球同类厂家感到棘手的无氟化替代过程中导热系数过高、泡沫成型尺寸稳定性差等20余项关键技术难题，在国内率先开发了141 b、环戊烷系列无氟组合聚醚，并实现了工业化生产，获得国家科技部等五部委颁发的国家重点新产品证书。

1999年，国家经贸委牵头在南京联合召开“红宝丽”牌无氟组合聚醚推广应用会，向全国冰箱、冰柜厂家推广应用该产品。此后，“红宝丽”牌无氟组合聚醚又推陈出新，相继开发生产了环戊烷/异戊烷型、245fa型、全水发泡型、365fa型无氟组合聚醚，其在冰箱生产线上的快速脱模时间从1990年的15分钟降到了现在的3分钟，创造了全球同类厂家至今尚未突破的纪录，将我国冰箱生产过程中的发泡效率提高了两倍多。特别是“三低一快”技术（即产品中低导热、低密度、低指数、快速脱模达到3分钟），进一步奠定了公司硬泡组合聚醚在冰箱、冰柜高端应用领域的领先地位。

目前，红宝丽正在大力发展生物化工，就是用可再生的植物油替代不可再生的石油衍生物——组合聚醚的主原料环氧丙烷，该项目被称为生物基制备聚氨酯硬泡技术。该项目已申报专利14项，5项已公开，1项获国家发明专利授权，初步形成了从生物基多元醇制备到聚氨酯硬泡应用的自主知识产权体系。

红宝丽一系列创新产品的推出，与其注重研发是分不开的。近年来，红宝丽每年研发投入在营业收入中的占比均在3%以上，达到了4,500万元，先后创建了江苏省企业技术中心和江苏省醇胺工程技术研究中心，拥有了一整套具有国际先进水平的研发和检测设施。红宝丽正在南京化学工业园建设总投资1亿元、建筑面积1万平方米的研发中心，通过整合行业技术和区域人才资源，打造更大的产业研发平台。

（三）《管理案例研究与评论》（2008年10月）：解读“南京红宝丽股份有限公司创业之路”

南京红宝丽股份有限公司的创业历程为了解和分析企业成长提供了素材。企业成长实际上是跨越一系列障碍的过程，其中最主要的障碍是管理障碍，这已被理论和实践所证实。要保证企业健康发展，就要不断地解决企业成长过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中遇到的各种问题，克服管理障碍。在这一过程中，企业家的作用显得尤其重要，南京红宝丽股份有限公司的芮敬功先生就扮演了这样的角色。

芮敬功先生之所以能够带领亏损严重的泡沫车间（公司前身）一步步走向成功，首先，是因为芮敬功先生所具有的企业家精神，也可以称创业精神。通过这些年来在创业领域的研究积累，笔者把创业的本质归纳为五个方面：①机会导向。创业活动的机会导向进一步决定了创业活动的顾客导向，这也是创业与发明、创新不同的重要环节。②创造性地整合资源。创业是在不拘泥于资源约束的前提下识别和把握机会并创造价值，资源高度约束要求创业者必须创造性地整合资源，这是成功创业者的共同标志。③价值创造。价值创造意味着要向顾客提供有价值的产品和服务，透过产品和服务使消费者的需求得到实质性的满足。④超前行动。创业者一旦有了创业的想法，往往会在比较短的时间里快速付诸实施，他们在实践中不断摸索、改进、寻求发展。⑤创新和变革。我们从上述素材中可以识别到这些特征以及对企业成长的作用。

其次，芮敬功先生分析解决问题的策略和技巧值得分析和研究。芮敬功先生善于发现问题，但他并不是用“救火”的方式解决这些问题，他在用发展的思路解决发展中遇到的问题。这是成功的创业者与大多数中小企业业主不同的地方。“救火”式和用发展的思路解决问题是两种截然不同的思路，前者是拼创业者的时间和精力，后者是拼战略和领导力。对此，笔者在《小企业成长的管理障碍》《企业家型企业的创业与快速成长》等书中都有论述。认真看看芮敬功先生在不同时期关注和下力气解决的主要问题，把这些问题联系起来，从纵向的角度分析，应该可以看出芮敬功先生问题管理的战略和思路。

最后，本文提供的素材还可以让我们思考变革管理在企业成长中的作用。结合我国企业的情况，我认为变革管理的基本问题是切入点的选择。一般来说，变革的时机应该选择在企业成长阶段，这样企业成长的收益可以比较容易弥补变革成本。芮敬功先生接手泡沫车间时，企业亏损严重，变革的时机并不好，但他又不得不变革。芮敬功先生能做的事情是选择一个容易开展并能在短期见效的切入点。他选择整治涣散的组织纪律和杜绝浪费。短期容易见效，会增强组织成员坚持变革的信心，这很重要。

（四）《证券时报》（2009 年 3 月）：红宝丽：分享硬泡组合聚醚高增长

作为精细化工细分领域的领先者，红宝丽一直稳居国内硬泡组合聚醚行业



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一。分析人士认为,随着家电下乡等大规模刺激内需活动的展开,国内硬泡组合聚醚行业需求将面临高增长,红宝丽将可分享行业景气。

硬泡组合聚醚行业作为一种高效保温材料聚氨酯硬泡的主要原料,与下游冰箱行业、冷链物流行业以及建筑行业的关联度非常高。目前,红宝丽具有4万吨硬泡组合聚醚,生产规模居国内第一。

华泰证券石油化工行业研究员熊杰向记者介绍,目前冰箱冰柜是国内硬泡组合聚醚最大的消费市场,占国内硬泡组合聚醚消费量的58%,“红宝丽在硬泡组合聚醚领域占据国内市场总量的10%左右,而在冰箱冰柜应用市场,2008年占据30%左右的市场份额,具有绝对的龙头地位。”据了解,红宝丽的主要客户包括新飞电器、美菱电器、科龙电器、海尔集团、三星电子、海信集团等冰箱冰柜制造企业。

分析人士认为,作为国内硬泡组合聚醚的领导者,红宝丽将受益于家电下乡带来的行业增长。近期,国家有关家电下乡的政策将推动冰箱冰柜行业产量增幅回升。目前我国农村市场的冰箱保有量过低,百户居民只拥有26.1台。有统计机构预测,随着试点范围的进一步扩大,冰箱、冰柜制造商的销售将有望得到支撑,家电下乡政策将推动农村冰箱消费量增幅达50%以上,预计将拉动冰箱行业每年700万台左右的增长。“按照平均每台冰箱消耗3kg组合聚醚计算,新增的组合聚醚需求将达到2.1万吨/年。”熊杰预计。

尽管家电下乡可能带动聚醚需求大幅增长,但随着红宝丽5万吨硬泡组合聚醚募资项目将在2009年底投产,届时产能规模将达9万吨,市场开拓将成为其未来组合聚醚销售的重中之重。据了解,红宝丽将光热领域、建筑保温领域作为市场开拓的方向,光热领域主要是太阳能热水器。对此,按照南京证券化工行业分析师尹建辉的保守估计,此块领域的硬泡组合聚醚市场容量在3万~4万吨。

而建筑保温材料或将成为硬泡组合聚醚需求的长期支撑。据兴业证券化工新材料行业分析师郑方镳介绍,国内硬泡组合聚醚来自保温板材的需求仅为7%,远远落后于欧美国家55%的比例。

“随着国家对建筑节能的重视,聚氨酯材料在建筑保温领域的应用增加是必然趋势,从而将为硬泡组合聚醚的需求增长带来长期支撑。”郑方镳介绍说,红宝丽拥有技术和服务相结合的综合优势,正在逐步渗透外资品牌产品的领地,国内、国际市场份额在逐渐扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评

这是典型的地方政府运作的风险投资,也是中国特色的风险投资。企业进军的是传统的精细化工行业,唯一的亮点是节能。随着国家绿色环保住宅的推进,红宝丽会有更大的发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十八章 宏华：私募基金打开油气宝藏的金钥匙

一、案情背景

（一）宏华集团简介

成立于1997年的四川宏华石油设备有限公司，是一家专业从事石油钻采设备研究、设计、制造、成套和服务的独资企业。经过十年的艰苦创业和跨越式发展，以其为基础和依托形成的宏华集团有限公司（2007年6月于开曼群岛注

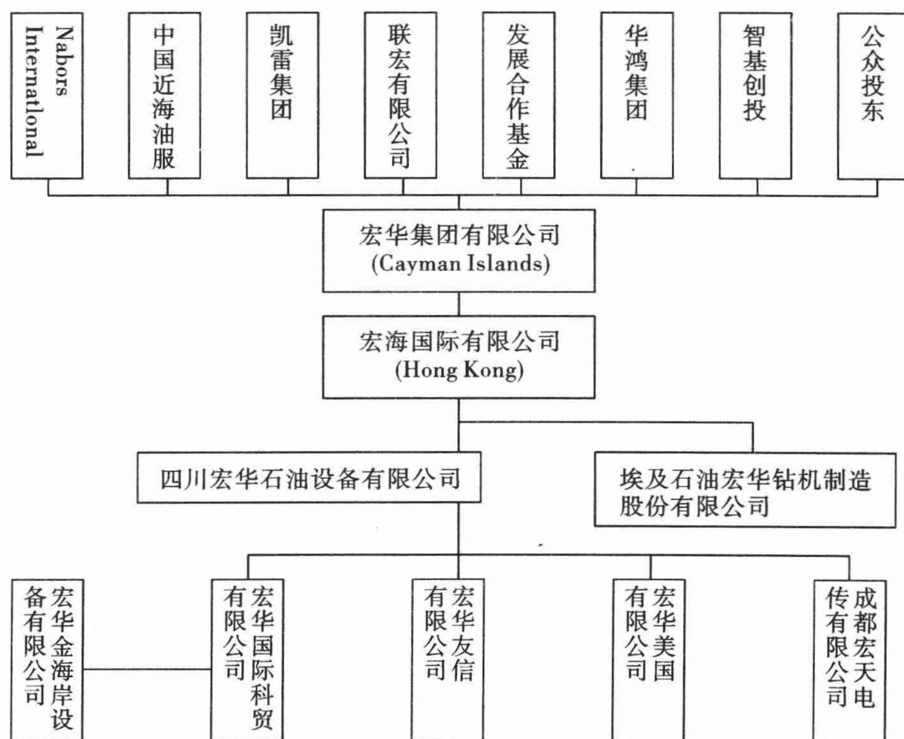


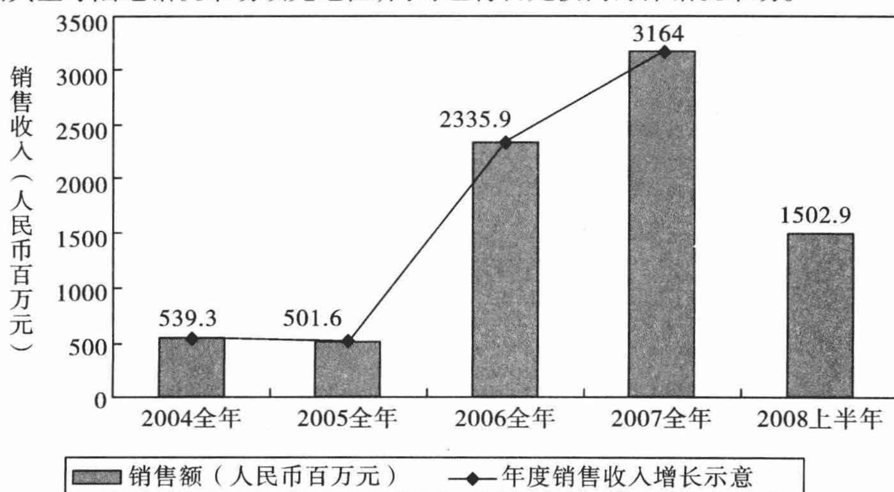
图18－1 宏华集团的组织架构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

册成立)已经成为世界及中国领先的陆地钻机制造商,专注于生产和销售陆地钻机以及相关零部件,同时为客户提供支援性服务。宏华集团旗下主要附属公司包括:于中国注册成立的四川宏华石油设备有限公司、成都宏天电传工程有限公司、四川宏华友信石油机械有限公司、四川宏华国际科贸有限公司,于美国注册成立的宏华美国有限公司、于迪拜(阿联酋)注册成立的宏华金海岸设备有限公司,于开罗(埃及)注册成立的埃及石油宏华钻机制造股份公司。2008 年 3 月 7 日,宏华集团在香港联交所上市。

宏华集团业务收入主要来自出口,业务范围主要涉及三个方面:钻探钻机制造、自销及外销用零部件制造以及钻探支持服务。目前,宏华集团已建立了遍布全球市场的多元行销网络,在北美、中东和非洲设有销售办事处,在俄罗斯设有子公司,并且在印度、巴基斯坦、印尼、乌兹别克斯坦设立了办事处。截至 2004 年、2005 年、2006 年及 2007 年 12 月 31 日止四年及 2008 年 6 月 30 日止六个月,宏华集团收入分别达到人民币 539.3 百万元、人民币 501.6 百万元、人民币 2,335.9 百万元、人民币 3,164 百万元及人民币 1,502.9 百万元。其中,自销及外销用零部件销售额分别占各期相关销售额的 13.1%、13.5%、12.8%、35.9%及 34.22%;前四年出口收入所占比率分别为:2.8%、31.5%、83.5%及 54.6%。

专业大型而多样化的钻探设备、全面的售后支援服务以及遍布全球的行销体系是宏华集团赢得市场竞争的基础。目前,宏华集团正积极致力于进一步巩固其全球陆地钻机市场领先地位,同时也将目光投向海洋钻机市场。

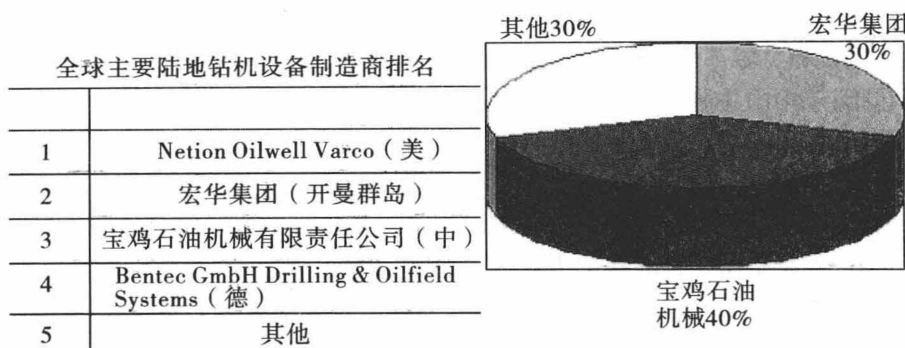


资料来源:根据宏华集团招股说明书和集团网站数据整理。

图 18-2 近年宏华集团销售收入增长情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


全球主要陆地钻机设备制造商排名

1	Netion Oilwell Varco（美）
2	宏华集团（开曼群岛）
3	宝鸡石油机械有限责任公司（中）
4	Bentec GmbH Drilling & Oilfield Systems（德）
5	其他

图 18－3　宏华集团行业地位示意

(二)宏华集团发展历程

1997 年 12 月，川油广汉宏华有限公司正式成立，注册资本 80 万元人民币。恐怕任谁都没有想到，就是这样的一个不起眼的小企业，在十年后一跃成为中国乃至世界陆地石油钻探钻机行业的领头羊。

1. 成立之初

在成立当日，宏华公司股份分别由宏华实业持有 22.150%、钻采设备制造厂持有 11.075%、十二位个人股东持有约 66.775%，其中：付崇林代表 841 名钻采设备制造厂职工持有 37.50%，现任董事长张弭及其他 11 名个人股东均为旧同事，持股共 22.97%。

股东	股权约数
宏华实业	22.150%
钻采设备制造厂	11.075%
十二位个人股东	
付崇林	37.500%
张弭	4.976%
何光福	3.370%
任杰	3.051%
左辉先	2.844%
张宗友	2.805%
张彦永	2.561%
张旭	2.400%
范兵	2.264%
刘学田（已故）	2.049%
陈宗良	2.024%
周兵	0.961%
总计	100.000%

资料来源：宏华集团招股说明书。

图 18－4　宏华成立之初股权详细分布

其中，宏华实业是一家集体企业，于 1993 年 6 月 17 日在中国成立，主要经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油机械的加工、制造、运输、修理；钻井及油田建筑、安装、技术设计、咨询服务；水电气设备安装、维修；金属材料、建筑材料、机电产品；日用百货；副食品。宏华实业以注入其资产的方式出资合共人民币 177,200 元，持有宏华公司 22.150% 股权。所注入资产包括设备及机器。钻采设备制造厂是一家国有企业，于 1993 年 12 月 28 日在中国成立，主要经营石油钻采设备、工具及配件制造。

1998 年 7 月，当时的宏华公司成功研制出中国第一台 7000 米机械钻机。

2. 公司重组

从 2000 年 6 月到 2005 年 12 月，宏华公司进行了多次增资及股权转让，董事长张弭逐渐掌握了公司的控制权。

2000 年 6 月 18 日，宏华公司通过股东决议案，将宏华公司注册资金从人民币 80 万元增加到人民币 408 万元，以扩大规模及生产。同年 9 月，宏华实业和钻采设备制造厂分别将其持有的股权转让给个人股东。

2002 年 4 月 6 日，宏华公司股东宋蜀庆将其持有宏华公司 8.86% 的股权转让给华盛石油公司。28 日，股东邓猛和袁贵奇也将其宏华公司持股（约 7.966%）转让给华盛石油公司。上述转让完成后，华盛石油公司所持有宏华公司股权增加至 16.826%。当日，宏华公司再次通过股东决议案，同意将宏华公司注册资本从人民币 408 万元增加至人民币 1,050.55 万元；同时，批准额外出资来自宏华公司的风险债务储备金、盈余准备金及为分派溢利，金额分别为人民币 122,220 元、人民币 2,101,110 元及人民币 4,202,220 元。

2002 年 6 月 22 日，宏华公司通过股东决议，允许 2001 年至 2002 年期间股东间各项股权转让。股权转让详情如下：

协议日期	转让人	受让人	转让股权百分比
2002年6月20日	黄德全	幸福容	6.0395%
2002年4月28日	陈正华	刘传俊	4.4009%
2001年3月11日	王伟	支荣模	3.3860%
2002年6月20日	李燕	周涛	0.1171%
2002年6月20日	黄德全	石述明	0.0450%
2002年6月20日	刘传俊	支荣模	0.0390%
2002年6月20日	余正华	支荣模	0.0380%
2002年6月20日	王尧鑫	支荣模	0.260%
2002年6月20日	王尧鑫	杨学锋	0.0156%
2002年6月20日	王尧鑫	周涛	0.0086%
2002年6月20日	黄德全	周涛	0.0040%

资料来源：宏华集团招股说明书。

图 18－5 2001～2002 年宏华股权转让详情

2003 年 3 月 29 日，宏华公司注册资本从人民币 1,050.55 万元进一步增加



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



至人民币2,101.11万元。6月19日，为了巩固对宏华公司的控制，董事长张弭和其他22位个人股东组成一致行动集团，共持股约35.438%。

截至2005年12月31日，一致行动集团持有宏华公司股权38.139%，成为单一大股东，集体企业华盛石油持有16.336%，728名钻采设备制造厂职工共持有33.632%，其余为个人股东。

在此期间，宏华公司业务发展方面也取得了突破。2001年，研制出首台中国造数控变频拖装钻机；2004年，启动全球化进程，在美国设立子公司；2005年4月22日，与Nabors集团分别订立了主框架协议，同年11月首台数控变频拖装钻机登陆美国。

随后，2006年1月，宏华公司决定将注册资本削减至1,394.45万元。同时宏华公司与代表钻采设备制造厂728名职工的11名个人股东达成股权回购协议，每股价格为7.077元，溢价57.27%。此后一致行动集团持有宏华公司的比例由38.139%上升至57.468%，获得了对宏华公司的控股权。

不过，该次对728名职工股权的回购却给宏华公司带来了不少的麻烦。其中约占3.10%股权的64名职工拒绝出售。2007年12月11日，其中的57名职工将宏华公司、宏海以及当时代表持股的11名个人告上法庭。宏华集团的招股书显示，目前该案子尚未宣判。

同年4月25日，宏华公司再次将注册资本削减至807万元，并且回购了华盛石油公司及两名个人股东总计42.13%的股权。一致行动集团持有宏华公司的比例上升至99.297%。

获得绝对控制权后，一致行动集团又开始对宏华公司进行增资扩股。2006年8月，宏华公司与一致行动集团20位成员和14位其他个人达成增资协议，将注册资本增加至1,875万元，一致行动集团持有宏华公司的比例减少到82.42%。而2006年8月，宏华公司再次决定将注册资本增加至7,200万元。9月，川油广汉宏华有限公司正式更名为四川宏华石油设备有限公司。

3. 凯雷现身

在明晰股权结构之后，宏华公司开始考虑上市融资，并进行了一系列的海外公司注册及股权重组，其中注册在香港的宏海国际有限公司（下称：宏海）扮演了重要的角色。

2006年7月，宏华公司的34名股东通过注册在英属维尔京群岛的8家公司在香港成立了宏海，其直接控制人为注册于英属维尔京群岛的联宏有限公司。同年8月，宏海以5,325万元向宏华公司增资。同时，宏海以1.55亿元的价格收购了宏华公司34位个人股东全部股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在变身外商独资企业的同时,宏华公司也开始了其一系列的收购行动。2006 年 7 月至 11 月,川油广汉宏华有限公司通过股权收购,持有四川宏华国际科贸有限公司、成都宏天电传工程有限公司、四川宏华友信石油机械有限公司、宏华美国有限公司 80% 股权。资料显示,其收购前三家企业的股权总共花了 4,893 万元。

与此同时,随着近年来全球油价的持续上涨,石油开采业固定资产投资进入新一轮增长期,宏华公司的收入开始出现爆发式的增长。一家投资公司的统计数据显示,2006 年宏华公司的产品销售收入为 22.42 亿元,同比增长 374.37%;利润总额为 5.59 亿元,同比增长 1370%,在国内同行业公司中独占鳌头。根据 Spears & Associations Inc. 于 2007 年 6 月出版的《The Global Land Drilling Rig Manufacturing Market》,宏华公司以收入和销售量计为世界第二大陆地钻机制造商。不过,连续的收购和生产规模扩大,却使得宏华公司的资金链颇有压力。

就在此时,经别人引荐的凯雷出现在宏华公司面前。从初次见面到最后投资,只花了三个星期的时间。招股书显示,2006 年和截止到 2007 年 8 月 31 日,宏华公司的出口收入分别为 19.50 亿元和 8.30 亿元,分别占当期总收入的 83.55%、54.6%。

2006 年 9 月,宏华公司与凯雷牵头的 5 家财务投资者(凯雷集团、发展合作基金、华鸿集团、智基创投等)达成共识,并于 2006 年 11 月和 2007 年 3 月签署投资协议,投资金额为 5,700 万美元。

财务投资者	认聘额(美元)
凯雷基金	
Carlyle Asia Growth Partners Ⅲ, L.P.	10,535,800
CAGP Ⅲ Co-Investrnent, L.P.	464,200
Carlyle/Riverstone Global Energy and Power Fund Ⅲ(Cayman),L.P.	7,311,700
C/R Energy Ⅲ Frontier Partnership, L.P.	3,317,600
C/R Energy Coinvestment Ⅲ(Cayman), L.P.	370,700
凯雷基金小计:	22,000,000
Vincera 集团	
Hua Ⅶ Venture Capital Corporation	1,800,000
Vincera Growth Capital Ⅰ Limited	1,200,000
Preen Group Limited	500,000
Vincera 集团小计:	3,500,000
其他财务投资者	
IP Cathay	1,500,000
DPF	7,000,000
COOS	23,000,000
总计:	57,000,000

资料来源:宏华集团招股说明书。

图 18-5 2006 年 11 月~2007 年 3 月宏华财务投资详情



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



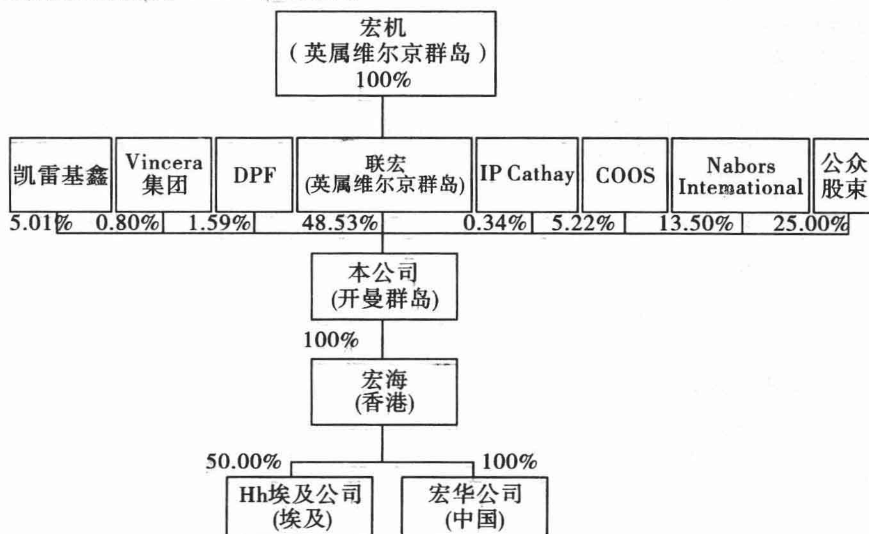
4. **上市之旅**

2007 年 6 月 15 日,宏华集团有限公司在开曼群岛注册成立,宏华集团有限公司透过宏海国际有限公司(一家于香港注册成立的有限责任公司)持有四川宏华石油设备有限公司 100 % 股权。

2007 年 10 月,与宏华集团往来甚密的合作伙伴 Nabors International 通过协商,同意 Nabors International 接纳联宏转让宏华集团已发行股本的 18% 。

同年 10 月 16 日,宏华集团有限公司向联宏收购宏海,并向联宏发行 2,499,999,999股缴足股份。至此,宏华集团有限公司成为宏华集团控股公司。一致行动集团股东直接或间接拥有英属维尔京群岛公司的股权,这些英属维尔京群岛公司全资拥有宏机;宏机全资拥有联宏;联宏在财务投资者投资前,拥有宏华集团全部已发行股本。根据相关协议,联宏于全球发售完成前分别向凯雷基金、Vincera 集团、IP Cathay、DPF 和 COOS 转让宏华集团有限公司约 6.7%、1.0%、0.5%、2.1%和 7.0%的股权。

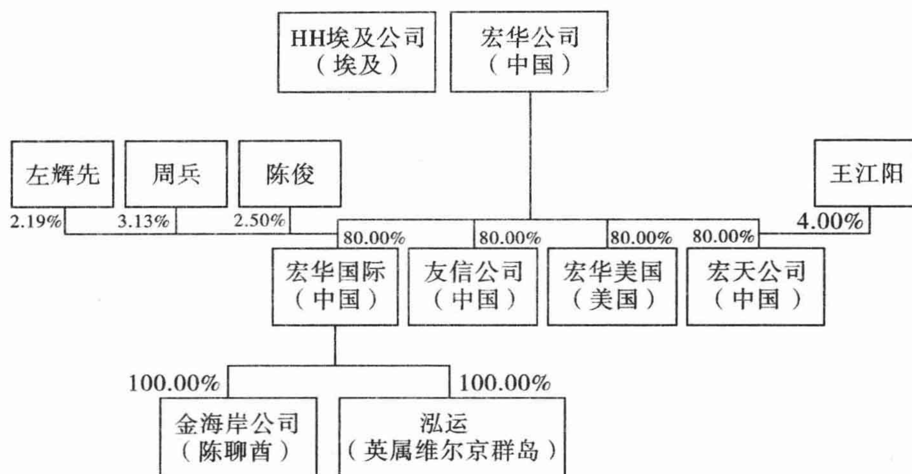
2008 年 3 月 7 日,宏华集团(0196.HK)正式在联交所挂牌,发行价为每股 3.83 港元。当日,宏华集团以 3.90 港元的价格高开,盘中最高涨至 3.98 港元。但由于受到大盘下跌的拖累,宏华集团不幸地跌破了发行价,最后报收于 3.33 港元,成交金额为 16.24 亿港元。



资料来源:宏华集团招股说明书

图 18-6 宏华集团上市时股权结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：宏华集团招股说明书。

图 18－7　宏华集团上市时国内控股情况

宏华集团的成功上市，也给凯雷等私募股权投资基金奉上了一顿丰盛的大餐。根据相关资料，以3月7日的收盘价计算，凯雷基金在这个项目上获得的投资回报超过223%。

二、各方观点汇集

（一）《南方21世纪报》（2008年3月10日）：宏华集团IPO跌破发行价，联系PE机构两年获利超两倍

3月7日，曾一度推迟上市的宏华集团正式在联交所挂牌，发行价为每股3.83港元。当日，宏华集团以3.90港元的价格高开，盘中最高涨至3.98港元。但由于受到大盘下跌的拖累，宏华集团不幸地跌破了发行价，最后报收于3.33港元，成交金额为16.24亿港元。宏华集团的成功上市，也给凯雷等私募股权投资基金奉上了一顿丰盛的大餐。根据相关资料，以3月7日的收盘价计算，凯雷基金在这个项目上获得的投资回报超过223%。

3月6日，宏华集团公布的招股结果显示，公开发售获得了23.8亿股的有效申请，超购28倍，国际配售也获大幅超购。在启动回拨机制后，公开发售可供分配股份数目增加到2.5亿股，一手中签比率为60%。申银万国研究（香港）有限公司陈昕认为，28倍的认购率算是偏低，以前新股都是百分百甚至是几百



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的认购率。可能因为这个,宏华集团不敢定价过高,采取了中间定价的策略。

同类上市公司山东墨龙,截至2008年2月6日,报收于1.220港元/股,市盈率约为28倍,宏华集团的市盈率约为22倍。但一家投资公司的统计资料显示,2006年,山东墨龙的利润总额为2.14亿元,同比增长65.67%,而宏华公司同年的利润总额为5.59亿元,同比增长1370%。

虽然定价保守,但在市场气氛较为阴霾的情况下,宏华集团还是不幸地跌破发行价。不过,据陈昕的预测,宏华集团上市后,股价应该还会有两成左右的上涨空间。即使如此,凯雷基金等对宏华的成功投资也让其赚得盆满钵满。资料显示,五家财务投资者中,凯雷基金、华鸿集团、发展合作基金、智基创投,均为私募股权投资基金。

其中,凯雷基金通过其旗下的5只基金共投了2,200万美元,华鸿集团通过其旗下的3只基金投了350万美元,智基创投为150万美元,发展合作基金为700万美元。该项目的每股投资成本为0.1319美元或1.0295港元,持股比例分别为:凯雷基金6.7%、华鸿集团1.0%、发展合作基金2.1%、智基创投为0.5%。

若按挂牌当日的收盘价计算,4家私募资金在该项目上的投资收益将达到223%。不过,凯雷们却并无急于抛售之意。宏华集团总经理何欣表示,目前还没有退出的计划,并且现在市场环境不好,市值还是比较低。同时,还相信公司有很强的增值潜力。

(二)《东方日报》(2008年3月2日):宏华业务前景吸引

港股在踏入2008年后曾调整至22000点之下,大市气氛不佳,令部分新股都推延上市计划,但二月后气氛开始转好,IPO又开始卷土重来,本月七日便有宏华集团于本地主板市场挂牌,如果其表现及受欢迎程度良好,可能令其他公司对本港上市的计划转为积极,所以市场亦十分注视。

宏华集团是内地最大的陆上石油钻探机制造商,其陆地钻机制造业务始于1998年,当时的主要股东是高级管理层及主要技术人员,其后于2006年尾引入了全球私募基金凯雷基金作机构投资者。近期因为美元持续疲弱及石油需求上升等不同因素,令国际油价维持于100美元以上,因此,石油公司对钻探及开发新油田等项目变得更为积极,所以提供相关机械及服务的公司普遍被市场看好,可能正因如此,宏华在截至公开认购后,市场有消息指其公开发售部分录得逾15倍以上的超额认购,冻结资金逾56亿元,消息指当中以孖展认购额亦有15亿元以上,是近期较为少见的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏华招股总数为8.333亿新股，当中九成即约7.5亿股是以国际配售形式发售，而余下一成即约8,333万股则以公开发售形式发售，招股价介乎3.16元至4.5元，集资规模由26.3亿元至37.5亿元，每手入场费是4,545.41元，集团已于上周四截止认购，并将于本周五挂牌，市场有消息传将会以中间价3.83元定价。

根据招股书中资料显示，集团2004至2006年盈利分别为3,217万元，1,845万元及4.13亿元，估计2007年利润同比增长30.4%至不少于5.38亿元。产量方面，其陆上钻探机的产量亦由2004年的38台增加至2006年的86台，估计2008年可达150台。如果以收入和产量计算，集团于零六年的收入达23.36亿元，是内地排行第一及全世界排行第二的陆上钻机生产商。

集团表示，今次上市集资所得，将会用于发展自升式钻机及固定钻机等海洋钻油机，从而在发展陆上钻探业务以外，加强海洋探油业务比重，并计划今明两年的资本开支投入约22.55亿元。股份于上市后市值估计大约105至150亿元，经调整后每股的有形资产净值将介乎0.92至1.24元。但可以作为参考，上冻墨龙及安东石油的市盈率分别为30及34倍，而根据宏华的招股书，其2008年的预测市盈率为12.5至17.6倍之间，而集团未来两年派息比率将不少于两成。的确有其吸引之处。

（三）《香港大公报》（2008年2月26日）：宏华集团首日招股相形失色 孖展申请未见热烈

中铁建招股工作蓄势待发，势必成为市场焦点，气势之劲，令到正在招股的宏华集团相形失色。辉立证券发言人表示，宏华集团首日孖展申请未见热烈，估计投资者已把焦点放在周五招股的中铁建身上。个别证券行放弃为宏华做孖展，集中资源“应战”中铁建招股。

国际油价高处未算高，可是挟着全球第二大钻井平台生产商气势招股的宏华，首日公开招股反应却如近期港股一样淡静，而孖展认购未能踊跃。经查询本地多间证券行，借出孖展金额最多的是新鸿基金融，首日借出3.1亿元孖展；其次为辉立证券，借出孖展金额4,800万元。辉立证券发言人坦言，昨日申请情况未算热烈，相信与投资者准备认购中铁建有关。毕竟今次宏华回笼的资金，赶不及追入中铁建，所以投资者宁愿聚焦后者。

过往积极做孖展新股认购的耀才证券，昨日宏华孖展申请亦见冷清。耀才证券总经理陈启峰不讳言，虽然该行已经预留宏华孖展额度，但昨日认购情况一般，所以未有统计借出金额。信诚证券昨日亦仅借出不多于500万元孖展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而大福证券更不设宏华孖展，集中资源应付周五招股的中铁建。

陈启峰指出，宏华估值不算昂贵，亦有业绩支持，可是早前如重汽等具实力的新股，上市后却跌穿招股价，令到投资者对宏华孖展认购具戒心，加上市况淡静，增加孖展认购的风险。他估计，投资者可能对中铁建较有兴趣，而该证券行会为中铁建预留60亿元孖展额度。

国际配售获数倍超购。

在本周四截止公开招股的宏华，计划以3.16元至4.5元发售约8.33亿股，集资37.5亿元；入场费4,545.41元，将于3月7日主板挂牌上市。市场消息指出，宏华国际配售部分已录得数倍超额认购。

另外，昨日有报道指以色列航运商ZIM Integrated Shipping Services拟在今年在港招股上市，集资逾5亿美元（折合港币39亿元），但有关集资规模仍未最后拍板。早前已递交初步上市申请。

而恒生银行参股12.78%的兴业银行亦有意来港上市。兴业银行行长李仁杰表示，长远而言会来港上市，但现阶段并没有具体时间表。他直言，兴业银行2008年贷款增长将不会多于2007年。该行截至去年6月底的未偿还贷款总额为3,780.6亿元人民币，较年初增长17%。除恒生外，新加坡政府投资公司（GIC）及IFC皆持有兴业银行。

（四）《英才》宏华集团（2008年7月1日）：一只脚伸向大陆架

手握协议书拍张照片，宏华集团董事长张弭一再要求摄影记者拍清楚上面的每个字。这份协议书上写道：中海油母公司中海油总公司在符合条件的前提下，向宏华购买海洋及陆地钻井设备，亦将宏华列为其优先供应商之一，此外，当宏华进行并购交易，如果需要其他投资者参与时，中海油总公司将享有优先参与权。

过去10年时间里，宏华集团从一个80万资产的小厂成为陆地石油钻井机械行业全球第二、中国第一的生产商。而今后，宏华集团将会把一只脚伸向大陆架。

1. 上市为下海撑腰

“我们还只是开发海洋的浅海，很小的一块，空间大着呢！”

自从宏华集团3月7日香港上市之后，张弭一直忙着研究怎么生产宏华的海上钻井设备。宏华集团的招股书上说：筹集的资金将有60%投资海洋。此次上市，宏华集团共募集到30亿港币，用于发展海上钻井设备的资金达18亿港币。

海洋，对宏华集团来说，是一个希望和挑战并存的领域，但从现在来看，似乎每一步都还很顺利。5月12日，张弭在宁波出差，计划建设一个海洋制造基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地;5 月 27 日,宏华集团又与中海油签署了准入协议。

对于两年之后即将面世的产品,张弭认为宏华集团是有竞争力的:"我们第一步进入的是浅海,现在这个行业 70% 在新加坡。"

分析自己的竞争对手,张弭说宏华集团会占上风,"浅海和陆地模块差不多,钻井设备难度最大的是钻井模块,这也是盈利最高的一部分,但新加坡的钻井模块基本上要购买,譬如承接了全球海洋钻井平台一半以上的新加坡吉宝船厂,而我们的自制率最高。"

如果按照张弭的推断来计算,以后宏华集团的产能是这样的:月产 15 台陆地钻井设备,这会占据全球第一的市场份额;年产 5 到 10 台海上钻井平台,并逐步从浅海走向深海,竞争全球三甲。

2. 一项技术成就宏华

宏华集团造出第一台钻机的时间是 1996 年 8 月,这是一台 2000 米轻型钻机,算是一个实验品。1998 年,宏华集团正式推出第一个产品——7000 米深井机械钻井,当时在钻井深度上是世界第一。"机械钻井干得很好,后来全国都按照我们的设计来做。"

不过,真正影响宏华集团的是一台被称为 ZJ40DBS 数控变频钻机。受宏华集团这一数控变频钻机影响,整个钻井生产行业的观念都改变了:"以前大家觉得是不可行的,但现在大家看宏华生产出来,又觉得是个方向了。可以说,现代钻井的变频技术,是我们领跑了。"

现在,全球钻井设备市场,百分之八九十的人都会选择数控变频钻机,而宏华集团也凭借这项技术,资产规模从 1 个亿提高到 5 个亿。

3. 为美国设计"敲门砖"

宏华集团首次出口是在 2004 年,乌兹别克斯坦购买了宏华集团的一台数控变频钻井。就在那时,张弭却瞄准了更大的国际市场——美国。

张弭精心准备了一块"敲门砖"。针对美国市场特点和西方钻井作业的苛刻要求,宏华集团设计了 40DBST 钻机,这是一款"量身定做的数控变频拖装钻机"。

2005 年 4 月 7 日,宏华集团签订了第一个租赁协议,一台出口美国的大型成套钻机从宏华启程;8 月 6 日,该台钻机在美国科罗拉多州海拔 3000 米的落基山脉正式开钻;9 月 10 日顺利完成第一口井的作业任务,并创造了一个纪录——迄今为止在美国成功作业的海拔最高的钻机。而宏华集团因此赢得了 8 台价值 3,500 万美元的订单。

宏华集团的招股书显示,2006 年和 2007 年前 8 个月,出口收入分别为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



19.50亿元和8.30亿元，分别占当期总收入的83.55%、54.6%。

本书点评

这就是核心技术，这就是会生金蛋的神鸡。为什么不在国内A股上市，让患有投资饥渴症的中国人民分享它生的金蛋？

（五）《香港星岛投资王》（2008年10月13日）：倾谈合约多 宏华潜力厚

宏华（196）为全球第二大土地钻探机械生产商，集团下半年已与俄罗斯的石油开采企业Well Drilling公司签订两份共值2.8亿美元，约占2007年全年总营业额70%的销售合约，又正与客户谈多份合同，金额总值为逾亿美元，未来收入将可大幅增加。里昂近日看好该股，认为全球对较便宜的钻探机械需求上升，有利宏华集团，予其"买入"评级，目标价2.3元。

集团今年上半年营业额增长23%至15.03亿元，主要来自于出口钻机销售的增加，以及平均售价较去年同期上升70%，但纯利却减少32.2%至1.26亿元，主要因为期内销往俄罗斯市场的钻机销量大幅上升，令相关的运输费用亦按比例显著增加，另外，集团出口收入较去年同期大幅增长1.02倍至13.23亿元，占总收入约88%。

里昂表示，宏华的战略投资者除中海油（883）外，尚有全球最大土地钻探工程商Nabors，将有利于其海外机械业务市场。该行认为，国际产油公司为了防止原油库存量下跌，需要进一步钻探更多油田，令钻探石油开支将持续上升。

该行指，宏华为了争取该市场，已经开始发展能够抵御低温的产品线，并于8月成功获得价值2亿美元的合约，约为2007年营业额的40%，又指，集团近期的回购行动及派发特别息，刺激股价于两星期内弹升27%。

（六）《上海证券报》（2008年5月29日）：宏华与中海油战略合作 开拓海洋钻机市场

全球第二大陆地钻机生产商宏华前日宣布，与持股5.23%的策略股东——中国海洋石油总公司签订战略合作协议，为期3年。宏华表示，该协议可助其拓展海洋钻机市场，并进一步巩固其在全球陆地钻机装备市场的领先地位。

宏华公告披露，此次双方合作的协议内容大致包括：宏华为中海油的海洋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工程设备提供研发及设计;宏华成为中海油的海洋和陆地钻井装备优先供应商;而中海油可享有优先权参与宏华的收购兼并交易。受此利好推动,宏华昨日大涨13.71%,报收于3.98港元。

作为我国最大的陆上石油钻机生产企业,宏华一直在向海上石油钻机市场进军。宏华主席张弭曾表示,对发展海洋钻机市场,公司决心很大。为此已作了多项部署,包括:在今年3月的上市募集资金中以60%(接近18亿元)用以发展海洋钻机;邀请中海油的母公司——中海油总公司入股;此外,公司还接获中海油订单,首个海底钻井将于明年交付。有券商报告指出,海洋钻机生产难度较陆上钻机高,利润更佳,如宏华成功开发这一市场,可能引发券商大规模调整评级。

近年来,油价高企带来石油、天然气的勘探开采活动增加,从而带动对钻采设备的需求。一般来说,一个行业的固定资产投资的20% ~50%是用来购买机器设备,因此,从石油和天然气开采业固定资产投资金额及增长幅度,就可以粗略测算出石油钻采设备的需求和增长情况。

作为石油钻采设备的主流代表,钻机的单位价值一般较大,占石油钻采设备的比重较高;同时,钻机也是钻采设备中的重要产品,活动钻机数量大小、钻探深度与采油设备、井下作业设备等其他钻采设备的需求密切相关。

而油价攀升带来钻探活动增加,刺激了钻机需求。最近几年,全球陆上钻机产量快速增长。2002年,全球陆上钻机产量只有184台,2006年开始大幅上升,达到536台;2007年更是飙升到了约751台,比2002年增长308%,年均复合增长率32.48%。

随着钻机产量的增长,钻机销售收入也快速增加。包括海洋钻机和钻机配件在内,1999年全球钻机设备销售收入仅为27.87亿美元;2006年上升到79.08亿美元,比上一年增长66.27%;2007年达到约110亿美元,再大幅增长39.1%。和钻机产量快速增长相对应,2002 ~2007年钻机设备销售收入年复合增长28.49%。

本书点评

凯雷在中国投资的特点就是两个投资主题:一是金融业,二是装备制造业。其共同特点都是中国的垄断行业,是一般民营企业都进不去的行业,而凯雷却能善舞资本长袖,没有低于过200%的资本回报率。它的行业属性,就决定它是为"大象起舞"来伴奏的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十九章　弘毅投资助推先声药业

一、案情介绍

(一)先声药业公司简介

先声药业成立于1995年3月28日,至今,已发展成为集生产、研发、销售为一体,拥有6家通过GMP认证的现代化药品生产企业,2家全国性的药品营销企业,1家药物研究院,拥有员工近3000人的新型药业集团。2005年联想控股公司下属的弘毅投资出资2.1亿元,持有先声药业31%的股份。2007年4月20日,先声药业成功登陆纽约证券交易所,募集资金2.61亿美元,股票代码SCR,成为中国内地第1家在纽交所上市的化学生物药公司。

目前,先声药业拥有超过50种药品的强大产品组合,重点覆盖肿瘤、心脑血管、感染等疾病治疗领域。包括"再林",具有市场领先地位的阿莫西林抗生素非专利药,享受单独定价政策,被国家工商行政管理总局认定为"中国驰名商标"称号;"必存",2004年首入市场的国内首家、世界第二家上市的非专利抗脑卒中药物,第一个作用机理明确的新型自由基清除剂;"恩度",第一个在中国获准销售的重组人血管内皮抑制素抗癌创新药,拥有中国和美国的专利,并获得第十届中国专利金奖;以及其他3个年销售额在7,000万以上或过亿的品牌药:英太青、必奇、安奇;其中英太青也于2008年2月获得"中国驰名商标"称号。

先声药业在中国拥有广泛的分销网络和专业化的营销团队,超过1000名的销售人员和55个战略合作伙伴,其中80%拥有医学学位。在中国,先声拥有约1500家的经销商。产品营销到超过2200家的中国医院以及70000家药店。每年由先声药业主办、承办、协办的各类学术会议上千场,制作的学术资料、论文汇编上百本,数以万计的医生因此更好地学习、交流、提高。

先声药业于2004年成立先声药物研究院,有数个技术平台,可进行化学药品和生物药品的研究。目前已经申请或获得中国发明专利共54件,成功开发上市首家、独家品种10个。"一类新药再畅片剂"项目获得国家科技进步二等奖。2003年,经国家人事部批准,建立企业博士后科研工作站,先后有10位博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

士后进站。2006 年 1 月先声药业和清华大学建立"创新药物联合实验室"，同时和南京大学、中国药科大学、中国科学院上海药物研究所、中国科学院上海有机化学研究所、美国爱德程实验室有限公司正在就新药研发开展合作。2006 年年底，先声药物研究院面积超过 5000 平方米的现代化研发中心正式启用，更多新药正在孕育之中。

先声药业的新药研发以市场为导向，并聚焦于具有广阔市场潜力的创新药或中国市场上首先研制的品牌非专利药。公司将努力集中于研发具有高发病率或高死亡率且具有更有效药物需求的疾病治疗领域。近年来先声药业推出了中人氟安、捷佰舒、安信等一系列首入市场的品牌非专利药或创新药物，填补多项国内空白。目前，先声药业有 10 余个在研项目正处于不同的研究开发阶段。

先声药业最近几年的业绩表现如下：

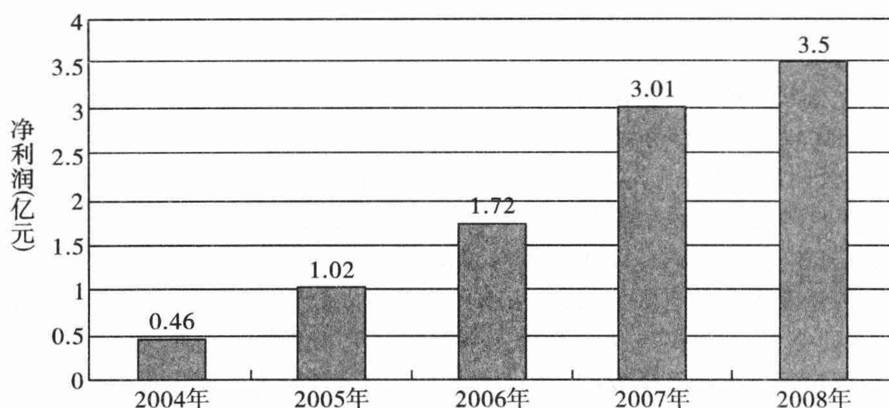


图 19－1　先声药业净利润变化情况

根据 2009 年 3 月 17 日公布的 2008 年全年财务数据，先声药业 2008 全年总收入是人民币 17.411 亿元(2.552 亿美元)，同比增长 27.2%，同时，研发费用同比增长 26.1%，达到 8,610 万元，占公司总收入 17.4 亿元的 4.9%。这一比例在中国制药行业名列前茅。

公司还披露，最近收购了恩度的生产商——山东先声麦得津剩余的 10% 的股份，使先声拥有该公司 100% 的股份。

(二)先声药业公司发展沿革

第一阶段，由"总经销"模式的企业转变为药品生产企业。 1995 年，任晋生



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开始创业成立先声公司。这家当年以单一贸易起家的企业，在中国医药行业有两个谁都无法超越的荣誉：国内第一家选择总经销、总代理营销模式，而不经营批发普药的医药商业企业；国内第一家选择民族工业企业为总经销伙伴的医药商业企业。

创业伊始，先声与南京臣功制药有限公司联手推出儿童口服感冒药“臣功再欣”，当年就实现销售额6,000万元。但是好景不长，生产企业做出了一个令任晋生等人意想不到的决定：“收回总代理权，自己做”，并从先声的销售队伍中挖走了近30人，组建成自己的销售队伍。1995年1月，先声药业创造了单月单家医院销售海南海富制药厂生产的“再林”3万盒的冠军纪录。2000年末，当“再林”在全国销售状况如火如荼之时，海南海富药业高层的心理也“不可避免”地发生了微妙改变，面对已然成熟的果实，他们想收回“再林”的代理权。然而，这一次已经吃足了苦头的任晋生不想犯同样的错误——“再林”有今天的成就，完全是他们辛辛苦苦拼搏来的，当时承担的风险巨大，厂家怎能如此轻易独享成果呢？——由于取得了海富大多数股东的支持和信任，任晋生通过系列资本运作，间接控股了海富制药，使悲剧没有重演。

2000年并购了江苏汉合制药有限公司（2003年出售）；2001年控股海南海富制药公司（后更名为先声制药）；2003年收购上海哈慈一医药业有限公司；2003年收购南京东元制药有限公司；2004年组建先声药物研究公司……通过一系列资本运作，先声药业先后拥有了南京先声制药有限公司、海南制药有限公司、海南其天制药有限公司、南京东元制药有限公司、江苏省中药复方开发工程技术研究中心、海南省化学制药工程技术研究中心等。如此，江苏先声药业完成了从贸易、生产到研发的布局，也成为国内第一家为生产厂提供新药技术、市场调研、营销策划、专业推广而发展为科研、工业并重的医药商业企业。

第二阶段，获得弘毅大笔私募基金，完成重要收购。弘毅投资先声药业，不同以往国际资本操作。手法主要有两点：一是投资先声药业，获得是普通股而非投资界流行的优先股；二是采用“投资集团”，在“集团”中由弘毅主导投资，其他投资人跟随投资。之所以有上述两种不同的手法，在于弘毅的“本土化”。“投资在人”，一方面深刻理解中国本土特色；另一方面基于对管理团队的充分信任。

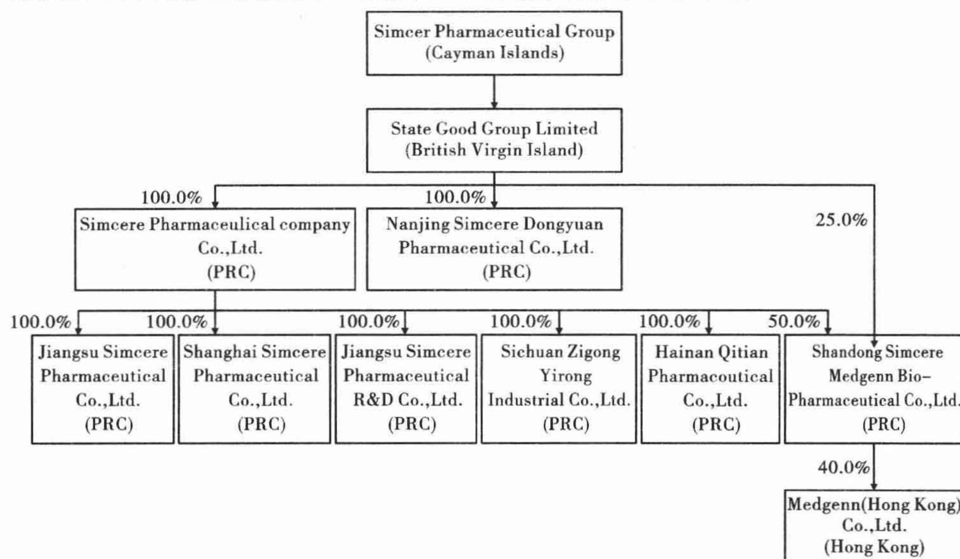
2005年9月29日，弘毅投资与先声药业签署协议，计划投资2.1亿元，参股先声药业31%的股权，弘毅投资与先声药业联手打造中国医药界的“航空母舰”。2005年10月12日，先声药业的管理团队成立State Good Group（BVI）公司。作为系列重组的需要，于2006年3月，将先声国内所有权益置换到SGG。2006年3月28日，SGG向海外投资者发行普通股，占发行后总股本的31%，共募集资金2,640万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得充足"炮弹"的先声药业，于 2006 年 5 月斥资 2 亿元收购山东先声麦得津生物制药有限公司 80% 的股份，创下国内药业以单一品种专利为目标的最大金额并购纪录。从此将抗肿瘤的国家一类新药——"恩度"收归所有，并推向市场。恩度的引进，给先声药业带来了一个真正拥有自主知识产权的药物，先声由此开始进军抗肿瘤药的市场，同时，也填补了先声药物在生物制剂领域的空白。2005 ~2006 年年底该一种药就为企业贡献收入超过 2 亿元，而 2007 年该药年销售收入就达2.16亿，同比 2006 年收入增长 5 倍。2008 年全年恩度销售达 2.394 亿元人民币，同比增加了 10.8%。到 2008 年先声药业最终获得麦得津所有股权。

为了配合海外 IPO 需要，2006 年 8 月 4 日，成立先声药业集团(开曼)，收购 SGG100% 的权益，并将 SGG 的股东置换成先声药业集团(开曼)公司的股东。

第三阶段，成功在纽交所上市，私募部分套现。2007 年 4 月 20 日，先声药业以 14.5 美元的价格在纽约证券交易所发行上市，这次 IPO，先声药业募集资金 2.61 亿美元，公司上市后的估值达到 9 亿美元，是中国化学生物药第一个在纽交所上市的企业，也是中国大陆第 22 家登陆纽交所的公司。



资料来源：先声药业招股说明书

图 19-2 先声药业的上市架构

作为其第二大股东，弘毅在先声上市当天出售部分先声股票套现 3,300 万美元，完全收回了此前因收购支付的资金。其所持股份从原先 31% 稀释到 21%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五阶段，继续并购策略。2007 年 9 月，1.1 亿并购吉林省博大制药 51% 股权，占据伊达拉奉 100% 市场；2007 年 11 月，3,260 万元间接收购南京东捷药业 85.71% 股权，获得抗肿瘤化疗药——捷佰舒；进一步丰富抗肿瘤药的研发和产品线。2008 年 4 月，出资 6,482 万元人民币现金收购芜湖中人药业 70% 的股权。这次交易将进一步加强先声药业在抗肿瘤药领域的产品线。

二、各方评述汇集

（一）《医药经济报》（2006 年 8 月）：私募基金的医药空间

对于资金的焦渴，使得中国的医药商人们普遍对于资本有着先天的好感，然而，这种热切往往与资本市场的不活跃和渠道的狭窄形成强烈的反差。但是不管你愿不愿意相信，私募资本也许很快就会来敲医药企业的门。

从联想弘毅 2.1 亿元收购江苏先声药业 31% 的股权，到年初鼎晖投资购入华源 30% 的股权，参与到中国最大医药集团的重组过程中，再到多家私募资本表达出对慈济体检、佳美口腔这样的连锁医疗企业的浓厚兴趣，PE（私募股权投资，Private Equity 简称）的缩写已经逐渐为医药商人们所了解。人们对于 PE 的态度十分开放，任何一家被注资的医药企业都能成为众多媒体关注的对象，原因很简单：你没有价值，怎么会有人投钱给你呢?! 但事情是否真的这么简单呢?

一方面，蒙牛、分众传媒的资本神话让医药行业充分见识了 PE“点石成金”的魔力，一家困境中的医药企业不可能拒绝资本的“救命符水”，而一家优质、有活力的医药企业也很难抗拒资本投入、继续做大的诱惑；另一方面，PE 们的真实目的是什么？随着 PE 的进入，医药企业是否还能依循一个行业健康发展的规律继续前行？又或者是否会因股权风险而成为资本盲动的祭品?

以近年来在行业内活跃的数家 PE 基金为例，笔者认为，PE 对企业的青睐往往有三个要素：成熟的行业、成熟的企业、行业的低谷。“成熟的行业”是指降低环境风险，保障投资回报，医药行业被公认是一个高风险、高回报的行业；“成熟的企业”则表现在 PE 对于企业的评判和选择标准上，有些会特别关注企业的领导人，例如，柳传志对任晋生的看重。如果说这两者还容易为医药界人士所理解的话，那么“行业的低谷”就是 PE 受到绵延不绝的非议的缘由。单就投资回报率而言，电信、能源等垄断型的企业显然比医药企业更有吸引力，但是他们并不是 PE 感兴趣的对象，原因何在？中国医药行业在经历了一个高速发展的阶段之后，近年陷入低谷，使 PE 们看到了众多的商机。行业低谷会使医药企业的融资渠道进一步缩小，也使医药企业在与 PE 的谈判过程中缺少议价的筹码，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PE 们往往出于逐利的天性，大力压低价格，而且提出的条件严苛。在西方的商业故事里，PE 因为敌意收购被称为“门口的野蛮人”，也让与资本对话略显生嫩的中国医药企业充分认识到：与 PE 的博弈远非想象得那么容易，甚至不公平。

生嫩的不仅仅是医药企业，中国 PE 们单以年龄而言，比大多数医药企业更小。首先，由于国内金融环境的不成熟，PE 往往要去境外注册，募集的绝大多数也是国际投资者的资金，而对国内大量的资金低效使用无能为力，这也使得 PE 的资金并不充裕；其次，PE 是一种深度投资者，十分强调本土化，但作为西方商业社会发展成熟的行业，移植到中国显然需要时间和经历来适应水土，不断调整；再次，PE 的投资经理人团队大多是从企业内部转型而来，对于 PE 模式的操作和投资的专业化程度也处于学习阶段。柳传志坦承：目前弘毅的投资经理们的收入还不如国际同行，2.5% 的管理费，20% 的分红，弘毅投资的赢利模式跟国际成熟的 PE 并无二致。但“我们管理的基金和人数不匹配，人多钱少”。

PE 投资有四道环节——融、投、管、退。传统的 PE 操作模式是募集资金后寻找到最好的企业，用最低的价格买下来，然后雇最顶尖的管理者来重组，几年后以最高的价格卖出去或者上市。但中国医药行业并没有那么多好的企业，这需要 PE 有很好的眼光，还要有承担风险的能力；而中国的 PE 也往往缺少介入管理的能力，其成长需要整个医药市场的逐步成熟，而医药市场的演进又需要 PE 的助力来推动。

（二）《新财富》（2007 年 7 月）：风险投资选择中小医药企业的标准

分析近几年风险投资所投资的医药企业，可以发现这些企业的一些共同点，由此也可以看出风险投资的投资偏好。

从被投资企业所处的细分行业来看，风险投资一是选择生物医药、中成药、抗肿瘤药等具有未来成长前景的医药生产企业。2007 年海外上市的 5 家公司中，同济堂、武夷药业以中成药为主打产品，沈阳三生药业是生物仿制药概念，四环控股以生产心血管药为主，先声药业则是以生产抗肿瘤药为主。其二是选择在中国具有良好市场前景的医疗器械、医疗保健企业。与投资一个医药生产企业比较，培育一个新药直至面市往往需要一个漫长的投资等待期，且投资金额不菲，而投资于医疗器械、医疗保健企业所需金额不大，且很容易见到市场效果。其三，具有 IT 概念的医疗电子商务也颇受风险投资关注。医疗电子商务由于有 IT 的概念，虽然许多还不具备成熟的盈利模式，但仍然给风险投资及资本市场带来足够的市场想象空间。风险投资似乎并不看好中国医药零售连锁



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业，除了在 2004 年，高盛投资过深圳海王星辰外，近几年几乎没有风险投资再涉足中国传统医药零售企业。

从被投资企业的行业地位来看，风险投资进入的医药企业基本位于细分行业中的前五名。例如，香雪制药是中国华南地区最大的药用口服液生产基地；迈瑞生物多个产品的全国市场占有率处于前列；沈阳三生是全国最大的生物仿制药企业。

从被投资企业所掌握的技术来看，这些企业都已经具有相对成熟且具备一定市场前景的技术。换句话说，这些企业一旦获得风险投资的资金支持，其技术能较快走向市场，转换成生产力，使企业获得成长。风险投资更偏好于在技术的成熟期进行投资，当然，也有风险投资在医药企业医药技术研发的早期进行投资，但这种现象并不普遍。

从风险投资最主要是依靠资本市场退出实现投资回报来看，几乎所有被风险投资相中的医药企业都具备在目标市场上市的潜力。风险投资对企业盈利增长、市场规模等有较为严格的指标要求。

如果一个医药企业决定吸收风险投资并打算在未来实现上市的话，了解企业自身的投资价值、行业地位及发展方向、投资人的投资方向等，对于吸收到风险投资至关重要。此外，中小医药企业还必须考虑好企业所需要实际融资金额、融资时间、公司估值、公司出让股权比例、投资及融资架构、退出方式等方面问题。

（三）《中国医药报》（2007 年 8 月）：先声药业：从后起到领先

回顾先声这一路的资本运作，我们不难发现它的做法与国内其他制药企业的区别。在医药行业，并购一度非常活跃。但大部分企业家们面对兼并整合时，普遍面临着急功近利的心态，以先做大再做强为导向，造成企业资源配置低效率，结果不但没有通过产业整合提升效率、做大做强，反而一个个折载沉沙。

三九失败了，东盛失败了，华源失败了，后来者先声药业，为什么能够后来居上呢？分析先声的成长，笔者认为：

1. 先声的并购，基于自身渠道的消化能力

对比东盛科技，先声的并购显然是审慎的。

东盛销售构成大部分来自 OTC 产品，在医院市场，东盛本身的渠道薄弱，销售存在严重的短板，制约了东盛消化并购企业的能力。

而作为医药公司起家的先声药业，本身的渠道主要落在医院市场，所以其并购吸纳的产品主要落在了处方药上。产品到手后，可以在短时间内通过销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渠道进行销售，从而带来规模和利润的良性扩张。

2. 围绕研发能力和产品进行并购

从先声一系列资本运作的动作可以看出，先声的并购都是基于提升研发能力和获得优势产品的并购。从“再林”到“安奇”到组建药物研究院，到汉合的买进抛出，到并购恩度，均显示出了先声的眼光和清晰的并购思路。相比之下东盛科技以5亿元高价、超出想象的承诺拿下云药集团50%的股权，却并未获得有价值的核心资产，结果折戟沉沙。

3. 不断提升核心能力，进入良性循环

分析先声多次并购，其思路异常清晰，就是依托医院销售渠道，通过并购获得产品和研发能力，以更多的产品来扩大渠道规模，从而进一步促进规模良性成长。这种并购，本质上是以渠道销售能力为核心能力。并购不但没有分散资源，反而充分聚焦资源，加大了先声的核心能力——渠道销售能力。

值得注意的是，先声所有的并购，都在获得产品后将并购对象转化成了生产车间，其产品均被纳入了统一的医院销售队伍中去。相比之下，东盛、华源等很难做到。而渠道不能整合，就很难提升营销的效率，制约销售潜力的释放。

（四）《上海国资》(2008年10月)：经典案例：弘毅投资先声药业

之所以选择先声药业，首先是看中了其团队，有雄心壮志，不甘平庸，正符合弘毅选择的目标。

在短短的4年时间内，依托联想的支持驰骋在并购市场，弘毅通过“中国玻璃”一役率先确立了其在国内并购市场领先的“江湖地位”。此后，弘毅投资势如破竹，一举将先声药业、济南沃德汽配、中联重科、林洋新能源、巨石集团、石药集团等行业重量级的企业一一揽入怀中，从而确立了其在中国私募股权基金的强势地位。

现身制药、玻璃、汽配等领域的弘毅，被外界惊奇地看到“联想做非IT投资了，还想看国企”。弘毅相对于那些国际PE基金最大的不同就是：出身联想，弘毅出去打交道更容易得到支持信任，谈判的时候更容易沟通而不总是博弈打斗，投完后有能力、实力和信誉帮助企业解决问题，这种结合是弘毅开局不错的一个重要原因。

弘毅总裁赵令欢曾公开表示，“我们对于国情的了解是成功投资的关键。”在他看来，如果弘毅之于中国的PE市场能够像联想集团之于中国的PC行业的话，离梦想就很近了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资先声药业（以下简称先声），堪称弘毅的一个经典案例，也是国内PE市场上颇为引人关注的案例。

2005年9月，弘毅在考察了国内100多家医药企业之后，选择参股先声药业，投资2.1亿元，持有先声31%的股份。从入股之初，弘毅公司高层就明确表示，未来一段时间内会把先声尽快推向资本市场。

果然，仅仅1年半以后，弘毅就将这家在中国内地仅居二线地位的制药企业推上了华尔街的殿堂。

2007年4月20日，先声药业成为第一个在纽交所上市的中国化学生物医药公司，成功募集资金2.26亿美元，创下了迄今为止亚洲最大规模的医药公司IPO纪录。

弘毅选择入股先声则是循于另一种思路：先声药业这样的优质民营企业质量好，弱点是不会借助资本市场，扩大再生产缺乏资金。而这一切弘毅驾轻就熟。参股这样的企业，给予它所需要的，公司价值自然可以得到高速增长，不需要对管理层进行过度制约就能获得财务受益。

弘毅总裁赵令欢曾表示，之所以选择先声药业，首先是看中了其团队，有雄心壮志，不甘平庸，正符合弘毅选择的目标；而且，先声当时年销售额达到8亿，规模已经不小，潜力也大。同时，公司很注重基础管理，像这样又懂得要做大，又懂得要在管理上下苦功的医药企业不多。

龙控投资合伙人许琦敏于2008年3月离开先声，曾是公司高管层之一，主管营销，目前仍是公司股东。弘毅投资先声的整个过程，她都亲身经历。

许琦敏告诉《上海国资》，先声药业作为一个成长性很好的优秀企业，当初在引进投资者时也颇为挑剔和谨慎。当时一些大的投资机构，以及同行企业如复星药业都对其表示过兴趣，但最终没有进入。

“选择弘毅，主要是看中了联想的品牌，以及以赵令欢为首的投资管理团队。”许琦敏透露。由于双方的契合及相互信任，弘毅几乎是以净资产价格进入。

弘毅究竟给先声药业带来了什么？在许琦敏看来，最重要的就是促进了企业的规范化运作，弘毅参与董事会管理，帮助企业改善治理结构、组织设计、财务管理等多方面，均有了较大的提升。最后能在短短8个月时间里成功在美国上市，弘毅功不可没。一个5万元起步的民营医药企业，历经12年的磨砺，最终成为一个市值超10亿美元的美国纽交所上市公司。

作为其第二大股东，弘毅在先声上市当天出售部分先声股票套现3,300万美元，完全收回了此前因收购支付的资金。其所持股份从原先31%稀释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到21%。

而先声 IPO 募集到的资金主要用于支持新药的研究开发、拓展营销队伍和收购兼并。上市后，先声宣布将投入4亿元作为创新药物与首入市场非专利药物研究开发的专项资金，而这可能是中国民族医药企业投入的最大一笔研发资金。上市后的先声获得了一个更大的发展平台，而企业持续的增值是股东和投资者的最大愿望。

而弘毅仍然持有先声的股权。投资先声积累了对医药行业的投资经验，正是在此基础上，弘毅后来全资收购国内原料药巨头石药集团，让其在医药行业名声大噪。2008年，弘毅在医药行业第3次出手，收购康臣药业。相信不久后，这个名单还会加长。

本书点评

中国庞大的人口基数为医药企业提供了巨大的市场空间，借助资本市场的力量加速研发投入与行业并购，将是医药企业存活下去的不二选择。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二十章 大唐电信

一、案情介绍

（一）大唐电信简介

大唐电信科技股份有限公司是电信科学技术研究院控股的高科技企业。公司于1998年9月21日在北京海淀新技术开发试验区注册成立，同年10月，公司股票“大唐电信”在上海证券交易所挂牌上市，股票代码“600198”。公司注册资本43,898.64万元。

公司主要从事微电子、软件、通信接入、通信终端、通信应用与服务等领域的产品开发与销售，是国内具有自主知识产权的信息产业高科技骨干企业，已形成以智能卡与SoC芯片为核心技术的芯片产业、以运营支撑系统为核心技术的软件产业、以新一代通信接入及其相关业务为核心的通信设备产业、具有一流设计技术和团队的通信终端产业、与微电子、软件、通信终端协调发展的通信应用和服务产业。

2000年，公司成为科技部首批公布的十六家“863计划成果产业化基地”之一；2001年，在《福布斯》杂志“全球最佳小公司”评选中，名列中国内地企业第三位；2002年，入选“中国最受尊敬企业50强”；2003年，在中华英才网“最受大学生欢迎的十个行业”及行业“最具号召力公司”评选中名列前茅；2004年，入选新浪与《通信产业报》联合评选的十大最具影响力通信企业；2005年，在《中国互联网周刊》“2005中国电信供应商百佳”评选中位列第十；2006年，被国家发展改革委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局联合确定为国家第13批享受优惠政策的企业（集团）技术中心；2007年，在北京国际科技产业博览会组委会主办的“首届中国自主创新评选活动”中荣获首届中国自主创新科技企业奖；2008年，在由中国电子信息产业发展研究院、中国信息化推进联盟、《中国电脑教育报》、《中国信息化教育》联合推出的“2008中国信息化应用百强企业”评选活动中荣获“中国信息化应用百强企业”称号，并入选前十。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为不断满足并超越客户需求，公司在北京、成都、西安、天津、上海、深圳等地建立了产业基地，并设立了遍布全国的市场网络和售后服务中心，此外，还设立了专业从事通信网络建设和网络设备维护的工程服务队伍，建立了覆盖国内主要地区的服务支撑点和呼叫中心，面向国内客户提供涉及整个网络生命周期的服务以及7×24小时快速响应。目前，大唐电信产品已广泛应用于全国30余个省、市、自治区及澳门特区。在国内市场取得进展的同时，公司还积极开拓海外市场，已向中亚、东南亚、欧洲和美洲等地区出口产品。

近年来，信息产业领域正在发生深刻的变化。为适应新的形势，大唐电信在“以市场需求和业务发展为先导，以关键核心技术为支撑，以提供整体解决方案为主营业务的通信产品和服务提供商”的企业定位下，明确了新时期的企业愿景：“立足通信产品和通信服务，发展成为领先的专业信息产品和服务提供商”，并确立了“提升微电子产业、软件产业和终端产业的持续发展能力，完成增值业务产业布局，形成微电子、软件、终端和增值业务产业的一体化互动，完善公司产业结构”的发展战略。

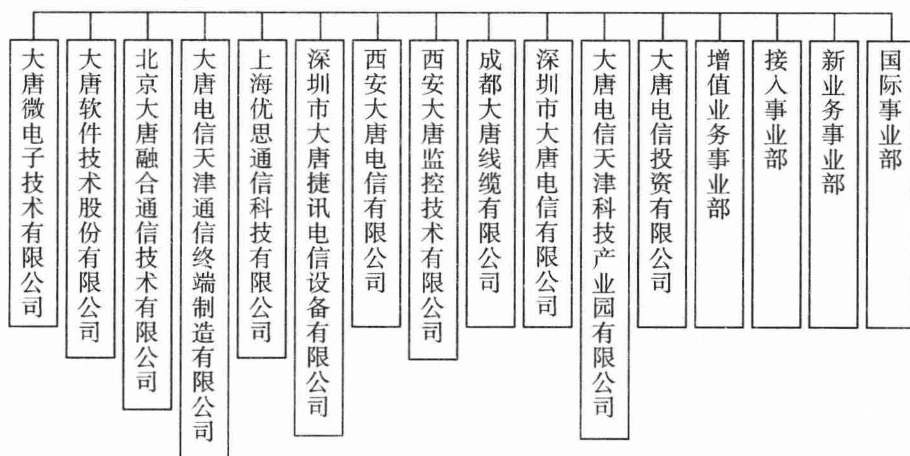


图20－1 大唐电信控股公司

其中，大唐微电子技术有限公司（简称“大唐微电子”）是大唐电信科技股份有限公司（简称“大唐电信”沪市股票代码600198）的控股子公司，前身为原邮电部电信科学技术研究院集成电路设计中心。作为目前国内规模最大的集成电路设计企业之一，大唐微电子积累了丰富的集成电路设计经验。多年来，公司在移动通信智能卡领域中，凭借独具特色的产品与服务，引领了中国国内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



移动通信智能卡市场稳健、快速的发展。

大唐微电子是目前全球智能卡领域中生产规模最大、产业链最完整、生产设备最先进的智能卡企业之一;是全球唯一一家能够同时在芯片级、模块级、卡片级向客户提供全方位产品、服务与解决方案的企业;也是指定的第二代居民身份证 IC 卡芯片设计及模块加工企业。目前,公司模块年生产能力达 4 亿只,智能卡年发行能力 15000 万张。

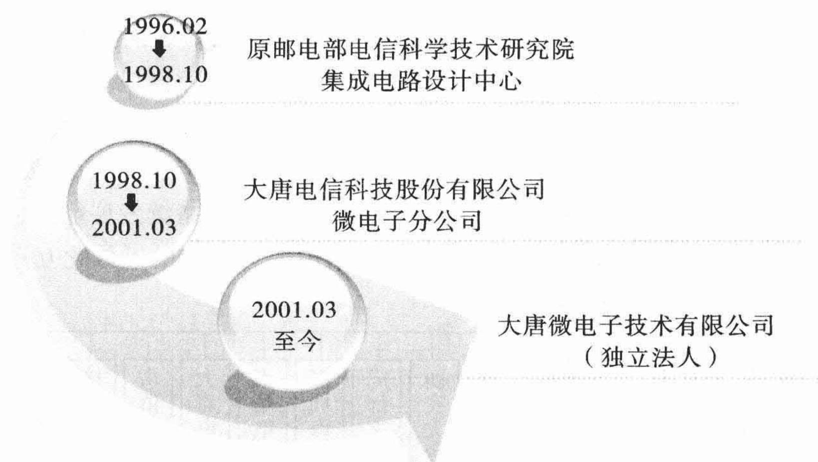


图 20－2　大唐微电子技术有限公司发展沿革

(二)大唐电信公司发展沿革

第一阶段,大唐电信获得华平投资 7,000 万美元投资。

2003 年 9 月 30 日,大唐电信与华平创投就投资大唐微电子公司事宜签署了《投资意向书》。

公司考虑通过与华平创投的合作,大唐微电子可以得到资金用于业务的进一步发展。此外,还有助于提升大唐微电子的整体技术水平、运作水平和管理水平,保证大唐微电子的发展。同时,借助华平创投的国际背景,引领大唐微电子进入国际市场。

据公司披露,大唐微电子成立于2001 年,注册资本为6,000 万人民币,其主营业务为以集成电路设计为核心的芯片、智能卡研发、生产。股权结构为大唐电信持 85% 股份,西安大唐电信有限公司持 10% 股份,公安部第一研究所持 5% 股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华平创投投资前大唐微电子的股权结构如图 20－3 所示：

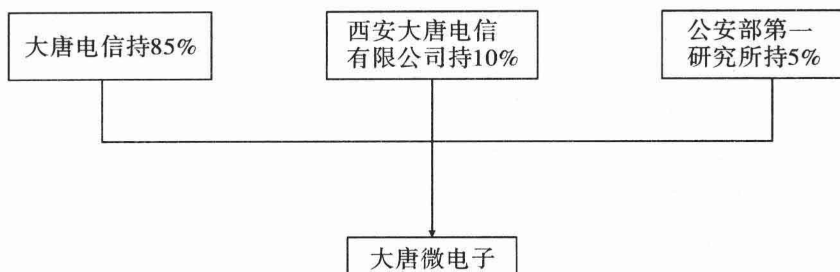


图 20－3　大唐微电子股权结构图

为方便合作，大唐电信通过大唐香港设立了大唐控股。根据协议，大唐控股拟分两次向华平创投下属八家投资机构，定向发行合计 7,000 万美元的可转换债券，所获得的资金将主要用于收购大唐微电子 90% 的股份，以及投入大唐微电子，用于微电子在芯片方面的研发和生产。

按投资协议约定，该项目分为两步实施。第一步，大唐控股向华平创投下属八家投资机构定向发行 2,843 万美元的可转换债券（A 类）。该笔资金中折合人民币 8,200 万的部分用于大唐控股收购大唐微电子 31.71% 的股权，剩余 1.54 亿元将投入大唐微电子，用于微电子在芯片方面的研发和生产。同时华平中国投资第一有限公司以人民币 1,300 万元的价格收购大唐微电子 5% 的股权。根据当时公告，华平中国投资是一家注册在英属维尔京群岛的 BVI 公司，是华平创投为此次合作而专门成立的投资公司。

第一步完成以后，大唐微电子的股权结构变为：

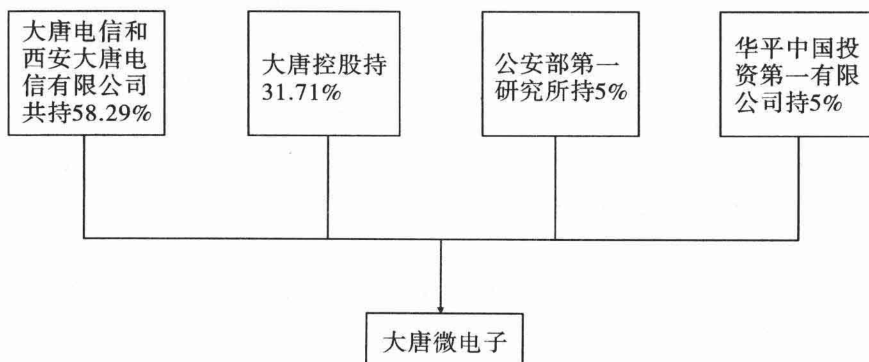


图 20－4　大唐微电子股权结构变化



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二步，大唐控股继续向以上华平创投所属投资机构发行4,157万美元可转换债券（B类）。届时，部分资金将用于收购大唐电信和西安大唐电信持有的58.29%大唐微电子股份，剩余资金将投入大唐微电子，用于芯片方面的研发和生产。

华平创投持有的可转换债券在转换期内转换为大唐控股股权后，将持有该公司38.65%的股权。

第二阶段，大唐电信与华平投资的关系破裂。

（1）华平创投方面。

首先，华平创投认为大唐微电子公司未经债券持有人同意，向大唐电信提供了近159,690,000元人民币的资金，金额已超过了大唐微电子公司上一财年净资产的10%。

其次，华平创投注意到大唐电信科技股份有限公司及相关大唐实体没能在2005年6月30日之前完成重组协议的第二步内容，大唐电信（控股）有限公司没有在2005年6月30日之前发行B类债券。

华平创投为此而采取的具体措施：根据大唐电信和华平创投的可转换债券条款约定，大唐电信完全控股的大唐电信（香港）有限公司为大唐电信（控股）有限公司发行的A类和B类可转换债券提供担保，并以其持有的大唐电信（控股）有限公司100%的股权抵押给华平创投旗下的WARBURG PINCUS ASIALLC作为抵押。大唐电信（控股）有限公司是一家由大唐电信（香港）有限公司投资注册在英属维尔京群岛的BVI公司，该公司为此次与华平创投进行合作而专门成立，目前持有大唐微电子公司31.71%股权。华平称，因大唐电信的行为已构成2011年到期的人民币235,310,000元系列A类可转换债券项下的特定违约事件，根据大唐电信（香港）有限公司（以下简称"大唐香港"）与华平亚洲于2004年7月9日签署的股份抵押书，大唐香港所持有的大唐电信（控股）有限公司（以下简称"大唐控股"）的所有股权已于2005年9月26日转让至华平亚洲，过户程序已经完成，华平集团从而持有大唐控股的所有股权。同时，大唐控股的四位董事魏少军、李大伟、易晓兵和赵纶先生的辞职已于2005年9月26日生效，孙强成为大唐控股的唯一董事。

（2）大唐电信方面。

首先，大唐电信认为华平创投提到的上述资金转移，其中4,644万元是公司在建设专供微电子公司使用研发办公楼及生产用厂房过程中，由微电子公司暂时垫支的部分建设费用，其余款项是公司与微电子公司在生产经营过程中产生的正常业务往来款项。由于往来款项没有及时归还，以及部分资金往来未履

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行微电子公司章程规定的关联交易审批手续，造成了上述事项。

其次，大唐电信认为由于中国证监会于2004年7月21日颁布了《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》，文件规定，“上市公司所属企业申请到境外上市，应当符合‘上市公司最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业的净利润不得超过上市公司合并报表净利润50%。’”，大唐微电子公司作为对公司利润有重大影响的企业，上述条款的颁布对公司与华平投资已达成的合作协议的继续执行产生了重大影响，对此公司一直与华平创投进行积极磋商，致使B类债券未能按期发行。

第三阶段，大唐电信以3,200万美元了结与华平投资的争端。

2006年5月19日上午消息，大唐电信以一纸公告结束了与美国华平投资之间的参股合作。该公司表示，由于外界环境的变化，现经双方协商，终止2004年4月公司与华平创业投资签署的投资合作协议。

根据双方的终止协议，大唐电信将向华平集团支付3,200万美元，在此前提下，华平集团解除大唐控股公司对各认购人在债券下的债务；同时转让大唐控股公司持有的大唐微电子31.71%的股权给大唐电信（并将已执行抵押的大唐控股无偿转让给大唐电信）；此外，华平集团旗下华平中国将其在大唐微电子中持有的5%的股权转让给大唐电信。

二、各方评述汇集

（一）《互联网周刊》（2004年6月）：大唐电信逼近拐点 华平投资的眼光

近年来，电信设备行业的风头似乎已全被华为、中兴抢去，大唐电信几乎沦落成为一个配角。不过，自去年第四季度以来，大唐电信的好消息却接连不断，接单明显增多。华平创投注资7,000万美元，成为公安部指定的四家第二代身份证芯片设计厂商之一。近日大唐又大手笔斥资7.6亿元于中关村永丰基地兴建大唐电信北京产业园。诸多事件表明，大唐电信似乎正在逼近新一轮发展的拐点。

要想谋求发展，资金是必不可少的。但目前大唐电信的资产负债率高达69.35%，第一季度末账上流通现金为7亿元左右，而此次北京产业园项目需要大约7.6亿元。那么，大唐将如何度过此次资金难关？

不过按照大唐的说法，虽然预估投入资金将达到7.6亿元，但是本项目投入是分三期进行的，第一期的投入应该不会很大，要解决并不十分困难，该期工



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



程将于2005年底交付使用。届时才会考虑第二期的投入。

但问题是，大唐的资金需求并不仅仅在此项目上，6月8日，该公司再次爆出重大新闻：大唐电信已经为旗下的三家子公司提供了13亿元的融资担保。三家获得担保的公司分别是：生产CDMA手机的西安大唐电信有限公司、大唐微电子技术有限公司以及大唐软件公司。据悉，本次放贷方包括工行、建行、中行、中信实业银行、招行、交行、华夏银行和民生银行。

其中，大唐电信为西安大唐申请续贷款担保5.39亿元，申请新增贷款担保4.52亿元；为大唐微电子担保2.9亿元；为大唐软件担保2,000万元。

子公司的负债无疑会增加公司的整体负债，如果加上此次子公司的银行贷款，大唐电信的总体负债率将超过70%，这有背于人民银行的贷款通则中规定的企业的资产负债率一般不能超过70%的贷款上限。不过，这样的贷款比例在上市公司中并不少见，比如京东方2003年年底负债率就曾高达74.28%。分析人士认为，高负债经营并非一定是坏事，关键看是否有良好前景的项目。比如京东方，由于液晶显示屏的脱销带来的盈利以及增发B股等原因，资产负债率已经大大下降。

华平的眼光。近期大唐最引人关注的话题便是其引入华尔街著名的风险投资机构华平创投基金，该基金是世界上最悠久、规模最大的创业投资公司之一。其核心投资理念是注重于耐心建设根基雄厚、长期增长并盈利的企业，基本不投资于初创期的企业。此次华平创投将7,000万美元投入大唐旗下的大唐微电子，并以购买可转债的方式进行，可转债完成后，华平将持有大唐控股38.64%的股权（目前大唐控股拥有大唐微电子95%的股权，而前者由大唐电信间接控股）。

华平于1995年进入中国，已投资3.5亿元进入中国10余家企业，其中四家已在美国、中国香港、新加坡上市。该公司每年评估的项目达到300个，而投资率仅为1%。那么，大唐微电子又是如何荣幸地从三百家公司中被挑选出来的呢?

大唐微电子前身为原邮电部电信科学技术研究院集成电路设计中心，目前该公司已经发展成拥有近700名员工，年产值达8亿元的集成电路设计企业，并于2003年被评为“中国集成电路行业十家最具成长性企业”之首。该公司2003年销售增长率超过100%，今年第一季度增长率仍然达到50%以上。良好的根基、极好的成长性正是华平创投看中大唐微电子的最重要原因。

而原因还不仅仅因为这一点，让人充满无限想象力的是，目前大唐已成为公安部指定的第二代身份证智能卡模块设计四家基地之一。“以大唐在该领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里的优势，再加上华平的资金实力，大唐有望在该领域夺得头筹”，通信业专家邓志成博士表示，“第二代身份证有望在今年年中开始推广，未来将在全国十二亿人口全面铺开，巨大的市场规模将给大唐微电子带来很大的想象空间。”另外，为市场所热谈的 TD－SCDMA 专利技术虽然属于大唐集团旗下的大唐移动所持有，和大唐电信没有直接的关系，但鉴于大唐微电子已经是国内 GSM、CDMA 手机专用 UIM 芯片的主要生产厂商之一，未来大唐集团将这一重要任务交给大唐微电子的可能性极大。业内人士分析认为，假如另外成立一家新公司来生产 TD－SCDMA 芯片，无论是品牌还是技术成熟度上可能都要大打折扣，大唐冒不起这个风险。

从 2003 年年报获知，大唐电信投资 2.72 亿元拥有大唐微电子 85% 的股权，而华平此次花费 7,000 万美元仅获得大唐微电子 36.7% 的股权。假如仅从账面计算，华平是亏大了，但考虑到以上长期发展因素，这一价格似乎变得合理了。

（二）《中国证券报》（2005 年 12 月）：“双赢”抑或“双输”

根据去年所签投资协议，大唐电信间接全资控股的大唐控股向华平创投先后发行 A 类可转换债券 2,843 万美元和 B 类可转换债券 7,000 万美元，用于大唐控股最终向大唐电信收购大唐微电子 95% 的股权。根据当时签订的股权抵押书，大唐控股的全资控股股东大唐香港公司，将为大唐控股发行的 A 类和 B 类可转换债券提供担保，并以大唐香港持有的大唐控股 100% 股权抵押给华平创投子公司。

结果，华平创投因此认为对方违约，根据抵押书，大唐香港所持有的大唐控股的所有股权已转让至华平创投子公司，过户程序已经完成，华平创投从而持有大唐控股的所有股权。

此事引起业内争议。长期从事投融资法律业务的君泽君律师事务所李敏律师认为，根据我国法律，不能预见、不能避免并不能克服的客观情况为不可抗力，因不可抗力违约，当事人一般可以免责。一般而言，政策的实质性变化构成不可抗力。而该案例受香港法律管辖，英美法系合同法的责任基础是严格责任原则，故合同当事人不能以合同订立后发生的阻碍合同履行的意外事故与不可抗力作为免责事由。但是，这种判例原则也有例外。因此该案例要从法律环境与合同细则方面共同考量，比较复杂。

“双赢”抑或“双输”。记者了解到，如果协议如期执行完毕，即华平购买大唐控股 B 类可转债后，将获得后者 38.64% 股权，而那时的大唐控股已拥有大唐



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



微电子95%股权，再加上此前华平通过子公司已受让的大唐微电子5%股权，因此华平直接及间接持有大唐微电子41.7%股权。大唐电信则通过增资后的大唐控股，持有大唐微电子58.3%的股权，并获得可观的转让股权收益。

而若根据抵押协议，大唐控股100%股权过户给华平，意味着华平不必再出资7,000万美元购买大唐控股B类可转债，就能拿到大唐控股全部股权，尽管目前大唐控股只拥有大唐微电子31.7%的股权。而对大唐电信而言，就将失去大唐微电子31.7%的股权。今年上半年，大唐微电子实现利润1,316万元，与大唐电信同期12,940万元的亏损相比，其地位不言自明。

一位长期跟踪大唐电信的业内资深人士对记者表示，当初大唐电信与华平创投合作的初衷，一是为大唐微电子吸收战略投资者及海外上市做准备，二是通过变现部分股权缓解大唐电信的资金瓶颈。他认为，本来这是一件为大唐微电子锦上添花的好事，中间因政策变化而产生股权归属争议，双方完全可协商解决。由于关于3G的相关政策很有可能在年底前后有说法，这将对大唐微电子的3G芯片产业带来难得的发展机遇。而IT产业关键的因素是人力资源，哪怕华平拿到了大唐控股全部股权，但失去了和谐高效的精英团队，股权便没有任何意义。这便是双赢与双输的天壤之别。

大唐电信曾在11月29日发布公告称，由于股份抵押书受香港法律管辖并按香港法律解释，公司已启动了紧急事件管理预案，将通过公司律师回函要求华平方面提供大唐控股股权过户的法律证明，并表述公司的异议。

（三）《计世网》（2006年6月）：华平退出大唐微电子 大唐电信产业调整见效

由于原定投资计划难以执行，大唐电信日前与美国华平创业投资集团达成最终一致意见，并签署了《合作终止协议》。此次华平集团的平稳、顺利退出，对华平自身及大唐电信下一步发展都具有积极的意义，尤其对大唐电信调整产业现状、部署公司战略以及发展3G产业具有重要的意义。

双方约定，大唐电信将向华平集团支付3,200万美元，在此前提下，华平集团解除大唐控股公司对各认购人在债券下的债务；同时转让大唐控股公司持有的大唐微电子31.71%的股权给大唐电信（并将已执行抵押的大唐控股无偿转让给大唐电信）；此外，华平集团旗下华平中国将其在大唐微电子中持有的5%的股权转让给大唐电信。

2004年4月，大唐电信与华平集团签署战略投资合作协议，希望借助华平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团的国际背景，引领大唐微电子进入国际市场，并协助大唐微电子在技术、人才、资源等方面进行全球配置。在合作初期，双方均取得了阶段性的成果，为提升大唐微电子的整体技术水平、运作水平及管理水平发挥了积极作用。在合作后期，尽管双方对于大唐微电子问题的利益和意志始终保持一致，但外界环境的变化给双方合作的初衷带来了一定困难，并对双方已达成的合作协议的继续执行产生了重大影响。

从 2005 年下半年开始，大唐电信即着手对大唐微电子产业结构进行调整，并确立了"围绕 3G，立足微电子产业、软件产业和通信接入产业；实现交换产业调整，适时拓展用户端产品和通信服务；做实、做强、做大企业"的产业发展战略。2006 年，大唐微电子的目标是重新回到中国集成电路设计企业前列。相信随着微电子相关产业的发展及市场的稳步增长，大唐电信也将会朝着国内具有较强盈利能力和竞争力的优秀企业迈进。

2005 年，由于传统产业的衰退，导致大唐电信资产负债结构的不合理以及现金流偏紧，使公司全年经营出现较大幅度亏损。尽管如此，2005 年下半年，曹斌上任以后，大唐电信即确立了大力发展微电子、软件和通信接入产业，实现交换产业调整，果断处理非盈利而又短期内难以回升的产业的调整思路，并在 2006 年内完成公司整个产业的布局。

2006 年一季度，大唐电信的产业调整初见成效，一季度销售收入大幅增长，销售合同和盈利双双创历史最好水平。大唐微电子先后开发出了一系列具有自主知识产权的技术与产品，成功研发出中国第一枚 GSM 手机专用 SIM 卡、CDMA 手机专用 UIM 卡、GPRS/WLAN 双模卡、SDH 光通信芯片、IC 电话卡、账号 IC 卡的芯片及模块产品。此外，在承担国家"十五""863 计划超大规模集成电路设计专项"中，大唐微电子成功研制并投入量产国内第一枚面向通信的综合信息处理 SOC 芯片，该芯片同时被列为国家科技部重点跟踪课题，也标志着公司 IC 设计实力已步入国际水准。

面对未来 3G 产业推进带来的新机遇，凭借在通信智能卡领域的高市场占有率，以及面向 3G 终端设备的芯片设计和生产能力，大唐微电子将迎来新一轮的市场机会，截止到 2006 年 5 月，大唐微电子合同已超过 6 亿元。电信智能卡产品累计销售超过 3 亿张，市场份额继续保持领先；在中国移动二季度 SIM 卡统谈分签中，大唐微电子获得合同额和合同量双第一；自主研发的 3G 智能卡目前已通过电信、移动等运营商组织的前期测试，各项指标均符合 3G 协议要求，只等待 3G 市场的正式商用，SCDMA 手机芯片已批量生产并规模商用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（四）“中国风险投资研究院”（2007年11月）：华平投资大唐的启示

2005年12月6日，美国华平创业投资集团公开发表声明称，为保护其外资利益，公司“不得不依照双方约定的赔偿条款，接收大唐电信（香港）所持有大唐电信（控股）的股权”。而大唐控股持有大唐电信旗下最优质资产——大唐微电子技术有限公司31.71%的股权。

（1）对风险投资公司来说。

事情发展到今天这个地步，作为投资方，华平可能需要思考自己当初的投资策略。而更多地希望投资中国国有企业的风险投资基金，也应该从中间得到某些启发，促使自己在关注项目本身价值的同时，更多地考虑政府政策的不确定因素。

华平创投选择项目的标准是：准入门槛高、市场空间大。当时的大唐微电子无疑是最满足华平创投选择项目的标准的，大唐微电子在芯片生产上的地位是得到国家权威部门认定的，而且市场潜力非常大。但是，华平却忽视了一个重要的因素：政策。在本案例中，证监会的通知、上市公司股权分置改革、国家对国有企业的改组，这些政策性因素一起断了大唐微电子的上市之路，也断了华平的理想退出之路。

（2）对被投资公司来说。

本案例中，大唐电信对大唐微电子这块优质资产的控制能力将被削弱。根据已有的资料来看，这种削弱可能是大唐电信始料不及的。华平采取的这一系列行动所依据的协议是多个，也就是说，对华平的权利的规定分散在多个协议中。这样分散赋权的一个客观结果，就可能导致大唐电子对最坏的结果估计不足，从而一旦出现这种局面就面临被动。这个案例提醒了被投资企业，风险不光是投资基金才有的，被投资企业也要承担风险。

本书点评

无法掌控协议背后蕴涵的巨大风险，是国有企业“走出去”面临的最大挑战。同时国有企业长期的不规范和灰色经营行为，在和国际资本“过招”中会留下无数致命漏洞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章　华新水泥

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

华新水泥股份有限公司是水泥行业具有百年历史的龙头企业，也是政府重点扶持的大型工业企业之一。1907 年由清政府批准兴建，1946 年重建。50 年代曾被毛泽东主席誉为“远东第一”。1993 年实行股份制改造，A、B 两种股票在上海证券交易所挂牌上市。1999 年同世界上最大的水泥制造商之一——瑞士豪西蒙集团建立了战略伙伴关系（该集团为公司第二大股东），提升了企业的发展水平。在新的世纪，公司坚持积极、稳妥、快速、高效的原则，以宏伟的气魄，非凡的胆识，通过新建、扩建与并购等手段，实现了超常规的扩张。

公司主要经营水泥、水泥设备、水泥包装制品的制造与销售，具有世界一流的技术、一流的设备、一流的信誉和一流的服务。公司拥有国内先进的质量保证系统，在水泥行业率先通过了 ISO9001 和 ISO14000 体系认证，又首批通过了质量管理体系 2000 版认证。公司所有水泥产品保持全优，“华新”、“堡垒”是全国及湖北省著名商标，“金猫”、“胜马”是我国建材行业、江苏省的著名商标，所有产品均为国家免检，其中有些产品在历史上多次荣获全国优质产品质量金奖。华新的品牌独具特色，在海内外享有盛誉。

公司具有极强的技术与管理优势。50 年代研制的“华新窑”，是我国当时最先进的水泥制造大型设备，独领风骚数十年，成为我国水泥工业发展史上的里程碑；公司在“八五”、“九五”期间完成的 4、5 号窑建设项目，体现出优质、高效、经济的特点，为我国新型干法水泥生产线的建设积累了宝贵的经验，促进了我国干法水泥生产技术的成熟；2003 年建成投产的宜昌 3200 吨/天水泥生产线，在建设工期、工程质量、资金投入、项目管理及设备国产化等方面，均创造了国内最佳，为国内外行家所高度赞赏，瑞士豪西蒙集团将其作为水泥项目工程建设的典范向其他国家和地区推广。2004 年建成投产的阳新 6000 吨/天项目，更是展现了当代世界先进水泥技术之风采。公司所有在建、拟建项目，全部符



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



合国家的产业政策，为政府所支持，建成后必将有力地促进我国水泥结构的调整。

华新具有“中国水泥工业摇篮”的美誉，为我国的水泥工业的发展和社会主义建设做出了巨大的贡献。国内外许多知名的大型水泥骨干企业，曾留下了华新人的智慧和汗水。华新为政府、大专院校、相关科研机构和兄弟企业输送了大批优秀技术、管理人才；与武汉理工大学联合建立了博士后产业基地。历年来公司荣获地市级以上各类荣誉千余项，尤其是公司 AAA 信誉等级的评定，“全国优秀企业”、“全国五一劳动奖状”等荣誉的获得，使良好的企业形象锦上添花。

公司总部位于湖北省黄石市，生产基地主要分布在资源丰富、交通发达的长江流域、沿海地区，销售网络几乎覆盖了从喜马拉雅山麓到东海之滨的南半个中国，具有良好的发展前景。公司坚定不移地贯彻纵向一体化战略，突出主业，实行集中化管理，合理开发和配备资源，力求更大更快的发展。目前拥有分子公司 20 余家，固定资产近 50 亿，水泥年生产能力已达到 1700 万吨，在全国同行业名列前茅。

表 21－1　华新水泥财务业绩表

	2008 年 12 月 31 日	2008 年 9 月 30 日	2008 年 6 月 30 日	2008 年 3 月 31 日
基本每股收益	1.180	0.870	0.500	0.080
稀释每股收益	1.180	0.870	0.500	0.080
每股收益摊薄	1.140	0.834	0.474	0.071
每股收益加权平均	1.180	0.870	0.500	0.080
每股收益摊薄（扣除非经常性损益后）	—	—	—	—
每股收益加权平均（扣除非经常性损益后）	1.110	0.810	0.470	0.060
每股净资产	10.080	9.780	9.430	9.210
每股净资产（调整后）	—	—	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	2008 年 12 月 31 日	2008 年 9 月 30 日	2008 年 6 月 30 日	2008 年 3 月 31 日
每股经营活动产生的现金流量净额	2.890	1.010	0.490	0.030
净资产收益率摊薄(%)	11.31	8.52	5.02	0.77
净资产收益率加权(%)	12.98	0.00	—	—
主营业务收入	6,349,459,647.00	4,528,906,645.00	2,724,526,222.00	1,039,260,900.00
主营业务利润	1,239,466,819.00	911,963,929.00	550,488,768.00	196,381,187.00
营业利润	462,486,029.00	335,382,832.00	178,840,906.00	16,524,056.00
投资收益	557,991.00	0.00	—	—
营业外收支净额	—	—	—	—
利润总额	576,944,469.00	418,032,303.00	222,407,710.00	43,464,046.00
净利润	459,975,559.00	336,443,567.00	191,148,035.00	28,464,036.00
净利润(扣除非经常性损益后)	435,429,123.00	0.00	179,763,466.00	—
经营活动产生的现金流量净额	1,164,885,826.00	408,102,444.00	197,431,595.00	11,053,382.00
现金及现金等价物净增加额	409,135,756.00	423,001,851.00	283,932,891.00	729,747,644.00
流动资产	1,989,588,126.00	2,642,799,879.00	2,184,100,914.00	2,406,137,587.00
流动负债	3,667,997,596.00	3,695,368,389.00	3,329,905,252.00	3,015,516,074.00
总资产	10,716,353,587.00	10,482,894,959.00	9,622,842,494.00	9,590,607,007.00
股东权益不含少数股东权益	4,067,767,031.00	3,948,250,365.00	3,806,117,209.00	3,715,998,546.00

来源:百度和讯

报告期:2008 年 12 月 31 日



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 21－2 华新水泥股权结构表

序号	股东名称	持股数量(股)	股本性质	占总股本比例(%)
1	Holchin B. V.	160,961,300	限售流通股	39.88
2	国家拥有股份(由华新集团有限公司代为持有)	79,250,648	流通 A 股,限售流通股	19.64
3	华新集团有限公司	9,870,232	流通 A 股	2.45
4	MEINL BANK AKTIENGESELLSCHAFT	8,130,668	流通 B 股	2.01
5	JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	4,260,075	流通 A 股	1.06
6	长城品牌优选股票型证券投资基金	4251337	流通 A 股	1.05
7	GAO－LING FUND, L. P.	3,964,612	流通 B 股	0.98
8	全国社保基金一零八组合	3,899,950	流通 A 股	0.97
9	JPMCB/SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND－GREATER CHINA FUND	3,374,627	流通 B 股	0.84
10	黄石铁路联营公司	2,520,000	流通 A 股	0.62

(二)历史沿革

早在 1999 年,华新水泥就通过 B 股定向增发引入 Holchin 作为战略投资者。2005 年 Holchin 又通过大宗交易获得华新 B 股部分股票,从而占有华新 26.11%的股份,成为其第二股东。华新水泥认为,在将近十年的合作中,Holchin 帮助华新水泥在法人治理结构、财务管理、技术、人才劳务、拓展海外市场等方面不断改进和完善,Holchin 控股后将进一步对公司治理产生积极的影响。

2006 年华新水泥开始引入 Holchin 控股时,曾被坊间批评为“国资外流”,最初 6 元每股的收购价也让市场对于华新这一优质资产产生了“贱卖”的怀疑。此次控股,虽然 Holchin 付出了高于原先 3 倍的价钱。

Holchin 持有公司有限售条件(三年锁定期)8,576.13 万股 B 股和 7,520 万股 A 股,合计持有公司 16,096.13 万股,占公司发行后总股本的 39.88%,成为公司的控股股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方观点

(一)《中国证券网》(2008 年 1 月 9 日):未来发展前景看好

华新向 Holchin 定向增发,同时实现 Holchin 相对控股华新的长跑终于迈过终点:公司自 2006 年 3 月抛出向 H olchin 定向增发方案以来,经历了长达 22 个月的审批过程(商务部、发改委、证监会等部门),今天终于获得证监会的最后批准,这预示着华新水泥将正式站在水泥巨人 Holchin 的肩膀上发展水泥及相关业务,确立了未来快速发展的新起点。

应以国际大水泥的视角看待华新水泥未来的发展:我们认为 Holchin 相对控股华新后,带来的不仅仅是资金的支持,华新以后的发展将依靠 Holchin 这个水泥巨人,完全分享其在全球发展已经取得的经验、管理体系,迅速向国际化靠拢。从这个意义上讲,我们认为华新水泥未来将是 Holchin 全球战略的重要一环,应当以国际大水泥的视角来看待华新未来的发展,尤其是管理层级的提升。

除了其正常的外延式产能扩张(十字战略),以及内涵式增长(管理效率提高)之外,我们再次提醒市场关注:华新未来上下游一体化的成长模式,其将成为中国水泥行业一体化做得最好的公司。虽然华新目前尚未抛出完整的上下游一体化具体计划,但从 2007 年中报可以看出,其混凝土业务的营收已经呈现 322% 的高速增长态势。我们认为,其依靠 Holchin 一体化战略实施的成功经验,以及目前在武汉、黄石搅拌站经验的逐步积累,取得成功的可能性很大。更重要的是,一个成熟的一体化市场中,由于上游熟料、下游混凝土的周转速度快,ROE 水平远远高于水泥的 ROE 水平,因此,我们提醒投资者重点关注华新在一体化模式方面取得的进展,已经对公司 ROE 水泥和估值水平的提高。

在十字型战略是否受影响,以及宏调对华新的影响,我们仍坚持之前的观点:

首先,在湖南,我们认为华新是具备一定先发优势的,目前其已经形成了 200 多万吨的水泥产能,而且在湘潭与湘钢合作,具备一定的地缘优势。从华新这次在株洲的选址来看,更是占领了矿山条件优越的先机。因此,在与另外进入湖南的大水泥集团比较,其在长株潭区域以及湘北的优势是比较明显的。

其次,在河南,我们在 12 月初同力水泥的投资价值分析报告中指出:河南市场落后产能淘汰速度相当快,今年年底立窑基本全部淘汰。因此,我们认为河南市场未来的重点在于整合,即通过收购兼并来优化产业结构,提高行业集中度。而对于意欲进入河南市场的华新而言,在河南将可能采取的收购行动无



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



疑值得投资者重点关注。

十字型战略将得到延伸，以湖北为核心、北上河南、南下湖南，可能向西挺进，进入四川、重庆等区域。从需求向西部转移、新型干法淘汰空间大两个方面来看，我们比较看好该区域未来的发展（详见关于2008年策略报告对西南区域的分析）。

对于宏调，即使假设2008年出现一刀切的宏观调控措施（这种可能性很小），而对于华新而言，50%以上的水泥去向是在农村市场，而农村对于宏观调控的敏感性比较低，其影响幅度也相对比较小。

近期新线开工建设如火如荼，考虑一年的建设期（粉磨站的建设周期低于12个月），仅如下生产线建成后，2008年就将新增产能将近900万吨。

华新水泥未来的投资价值是非常明显的，其将与冀东水泥一起成为中国水泥行业未来成长速度最快的两只水泥龙头股。而成长模式上将与冀东体现一定的差异：华新更加注重内涵式增长，以及增长模式的创新；而冀东则依赖良好的投资环境，以及目前站在中材的平台上获得更快的外延式增长。

盈利预测和估值。我们维持华新水泥的盈利预测和目标价位，2007～2009年，摊薄前EPS分别为0.908元/股、1.408元/股、2.335元/股，目标价位45～48元，建议买入。而且，由于华新水泥的核心区域湖北12月份以来水泥价格迭创年内新高，今年业绩最后超预期的可能性还相当大，业绩超市场预期的行情亦值得期待。

（二）《21世纪经济报道》（2008年3月25日）：华新水泥借力Holchin扩张计划加速

华新水泥最近披露的2007年年度报告让业内大跌眼镜，其营业收入达到47.7亿，同比增长了34.04%，利润总额更是增长94.26%，约达4.5亿。

在过去一年煤炭、电力等价格都大幅上涨的情况下，华新水泥何以有如此好的业绩？

“虽然过去一年因为煤炭、电力等价格的上涨，增加了华新水泥生产的成本，但是2007年公司每吨水泥的平均售价也比2006年提高了16.55元。因而，毛利率仍然比2006年略有提高。”该公司证券部彭经理表示，因此，2007年华新水泥的每股收益达到0.88元，比上年增加了约90%。

华新水泥的利润的增长主要来自两个方面。一是产能规模的扩大，二是水泥价格的提高。此外，彭还强调指出，它的合作伙伴Holchin功不可没。

彭表示，“华新跟Holchin合作已经长达8年了。”Holchin不仅仅带来了华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新水泥在行业扩张中急需的资金，也为华新在管理、技术等水平的提升上助力不少。

华新水泥早在1999年就引进战略合作伙伴Holchin，但直到2008年2月，才最终通过定向增发的方式实现彼此的紧密联系，并融资20亿。作为全球领先的水泥、混凝料（砂砾和沙）以及混凝土生产商之一，“早期的合作主要是生产、财务、人力、IT、培训、经营过程、技术等方面。”彭经理解释说，“未来借助Holchin将在品牌建设、营销、物流、新业务扩展方面有新的发展。”

根据公开资料显示，2007年，中国企业信息化500强中，华新水泥名列其中，是水泥企业中排名最靠前的。

借助于Holchin等海外大水泥企业产业发展轨迹，华新水泥也在国内同行业中率先实现在水泥产业链上下游的扩张。

“上游主要是骨料。包括粗骨料的石子和细骨料的黄沙。2008年计划投资武穴等4个骨料项目。下游主要是混凝土，计划投资仙桃等9个搅拌站。”彭经理对记者介绍说，“上下游的扩展才刚刚起步，规模还不足。”

华新水泥仅混凝土的营业收入，2007年就比上年增长了154.74%。抢占先机，布点骨料和商品混凝土，并进军矿物原料等领域，是华新水泥2008年向水泥上下游一体化发展的经营计划。中投证券分析师李凡认为，借助Holchin的优势，华新水泥将会成为国内第一个具有完整产业链的水泥制造商。

对于未来战略扩张的计划，彭经理对记者透露，华新水泥将坚定地在“十字战略”上谋求发展。

“湖北是今年利润贡献的主要地区，公司在湖北的市场占有率达到23%左右。”彭经理认为，“2008年华新主要会在湖南、湖北、河南做资本投入。主要是因为这些地区市场需求比较大，另一方面，落后水泥生产线的淘汰也腾出了新的生产空间。”

与此同时，湖北葛洲坝水泥的生产线签约开工，市场担心会对华新在湖北的主导地位造成威胁。面对未来湖北市场可能出现的竞争，早已立足于此的华新水泥信心十足。“抢占先机是我们的优势，早在2006年底，公司就完成了在湖北的布局。在临近石灰石资源、临近市场、交通便利几个因素的考虑下选址设厂。”

市场普遍认为，资金是百年华新的一个软肋，虽然完成了对Holchin的定向增发，未来发展十字战略仍然需要大量资金投入，未来是否还可能融资引人关注。对此华新水泥表示，“公司目前刚刚完成了20亿的融资，未来一年是否融资，筹集多少资金，向谁融资，都要视情况而定。”

正因为如此，这两年来华新处于上升阶段，除了2005年因为价格下降的影



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



响，使得该年的利润下降68%，2006年、2007年都处于高速增长。“2008年我们的目标是销售水泥2550万吨，实现营业收入61亿。”

（三）《中投证券》（2007年10月29日）：HOLCHIN入主是发展史上里程碑

华新水泥26日发布三季报，1～9月，公司实现营业收入32.70亿元，同比增长32.52%；实现营业利润2.12亿元，同比增长92.45%；实现归属母公司净利润1.94亿元，同比增长93.22%，实现每股收益0.59元。略高于我们之前的预期。

规模效益显现。公司今年业绩增长快于收入增长的主要原因，除了产品价格提升毛利率回升的因素以外，主要是在持续的产能扩张以后，规模效应开始显现，公司今年的管理和营业费用率呈现分别下降了1.5和0.5个百分点。

定向增发获得发改委正式批准。据中国水泥网消息，公司向HOLCIM定向增发一事已经获得发改委正式批准，增发的股本比原来计划的减少了近一半，股价提高了近三倍，但不影响增发后HOLCHIN将成为华新的相对控股股东。

HOLCHIN入主将是公司发展史上的里程碑。HOLCHIN相对控股以后，将在资金投入、跨地域发展和管理效率提高三个方面对华新的发展起到正面的促进作用。特别是后两者将成为华新与同区域竞争对手拉开差距的主要优势。

十字战略的拓展将以湖南和河南为主。在华新的十字战略中，湖北无疑是中心，而湖南和河南的水泥市场容量是湖北的200%以上，因此公司面临的市场空间仍然巨大。

（四）《中国金融案例每月精解》（2008年2月）：华新水泥急速扩张面临战略危机

1.省内产能过剩危机

尽管华新早在“十五”期间就制定了“大十字”发展战略，开始沿着长江水道和京广铁路布局设点，但华新的主力，仍然在他的发家之地——湖北。

在2007年底，华新在湖北的水泥产能将接近1500万吨/年，占到公司总产能的70%左右。产能的集中，虽然为华新的湖北市场打下了很好的基础，但也埋下了隐患。

有数据显示，湖北省目前投产和在建的项目共有35条完整生产线，水泥年生产能力将达到5800万吨；已核准未开工的生产线还有10条，可形成水泥产能1800万吨，加上原已形成的产能，合计可达到7600万吨。此外，湖北省还有拟建项目12条，可形成水泥产能2300万吨，至2010年，全省水泥产能可能将达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到1亿吨，远远超过“十一五”期末6300万吨消费量的水平和湖北省的规划发展目标。

2. 本地竞争加剧危机

对华新而言，在湖北市场的顾虑并不仅仅只有这些。目前来看，由于市场的需求旺盛，同在湖北，目前在产能上紧紧跟在华新身后的葛洲坝水泥，也在开始有所动作，计划投资建设8条新型干法水泥生产线，与华新争夺省内的市场。此外，在湖北还有亚东、京兰这样一些企业虎视眈眈。华新在湖北的发展，似乎也并不会那么一帆风顺。

3. 区域突破存在困难

按照“十字”发展战略目标，华新要想获得更长久的成长性，除了湖北本土市场外，在湖南与河南市场上能否获得更大的突破是关键。但根据目前的情况来看，华新在这两个地区的发展速度都比较缓慢。

在投资热点地区湖南，华新目前只是拥有岳阳和湘潭两座粉磨站，而近期的计划是投资5条以上的熟料生产线。如此大的投入，可见华新对湖南市场的重视。但目前的发展形势，对华新来说却并不乐观。据统计，2007年祁东洪城、长沙印山台、中材集团、石门海螺等企业的13条新型干法水泥生产线已开工建设，有7条将在今年先后投产，还有20条生产线已报核准或正在筹备阶段。而中国建材集团也与湖南省政府正式签署战略合作协议，重组湖南韶峰水泥集团公司。中建材将在湖南投资30亿元，新建多条大型新型干法水泥生产线，到“十一五”期末，形成2000万吨新型干法水泥产能。湖南省政府承诺，在“长沙、株洲、湘潭”地区水泥市场不再引进（或批复）新的水泥投资者，不再核准或批复新的水泥项目。种种迹象都表明，华新现在要想进入湖南市场实际已经很困难。

河南市场的开拓也困难重重。尽管华新在河南通过一系列的工作，终于在信阳开工了一条生产线，但在河南地区，天瑞、同力、孟电等本土企业对华新的进入是相当谨慎和戒备的。目前，天瑞等公司已经在华新信阳线以北一带构建了一条“马其诺防线”。因此，华新在河南的发展将会很困难。

4. 华东市场突破更难

海螺通过自己的“T型”发展战略，利用长江航道的优势，成功进入了华东地区并迅速扩张到了现在8000多万吨的熟料产能规模。而华新却失去了进入华东地区的最好时机。

虽然华新目前在华东地区拥有苏州金猫和江苏南通两个生产基地，但却经历了连续几年的亏损。从地理位置上来看，华新如果想朝华东继续延伸，必然会沿江而下。但目前的情况是，华新一旦往下发展，走出湖北，便会和下游的海螺



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



水泥直接遭遇，在生产和运输成本上都不占优势。

5. 华新水泥急速扩张前景难料

群雄纷争，可以说是2007年水泥行业最大的特点。中国建材、江西水泥、尖峰集团同时公告了南方水泥有限公司的成立，将整合东南经济区的水泥市场，主要集中在浙江、江西、上海、福建。

海螺水泥的目标市场则是华东区域和华南区域，其华东市场主要在长江两岸如安徽、上海等地，浙江、江西进入得不多。随后海螺水泥以战略股东身份参与祁连山的定向增发，显示西北市场也可能成为其下一步扩张的目标市场。

另一央企中材集团的水泥企业分布在新疆、江苏、陕西、广东和湖南，主要市场是在广东和湖南，目前中材集团已经与唐山市政府签订了框架协议，并入主冀东水泥，为开拓北方市场打下了坚实的基础。

而冀东水泥的发展战略是，在努力做好以华北为中心，向东北、西北地区辐射的"三北战略"的同时，有意借助中材集团的势力向南拓展疆土。

祁连山水泥也在努力加快区域内的并购步伐，取得了主要竞争对手大通河集团的股份，并开始扩展青、藏市场。

此外，亚泰集团、红狮水泥和金隅集团等也在加紧扩张，豪西姆、海德堡、拉法基等外资水泥巨头也在加快中国市场整合。

在这种情况下，未来水泥行业的并购还将如火如荼进行，竞争加剧不可避免，因此，谁将在这场纷争中脱颖而出，尚存许多变数。

本书点评

百年的华新水泥确实是老树发新枝，由于水泥行业存在高昂的运输成本这个行业特点，所以生产厂的优化布局，对管理者来讲，是一个战略性的难题，中国正处于加速工业化以及飞速城市化的高潮阶段，对水泥的需求是长期的、巨量的。也正是由于高昂运输成本，造成了相当省、市都有自己的小水泥厂，这就为产业的区域并购、技术改造，发挥华新水泥的百年品牌优势创造了得天独厚的机遇。引进境外战略投资者，确实为百年的华新带来了新的战略管理。由于水泥行业是极为成熟的行业，很难有技术创新，行业本身也基本没有成长性可言，企业只能向战略管理要成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章 华 源

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

中国华源集团有限公司(英文简称 CWGC)是经国务院批准,于 1992 年 7 月在上海浦东新区成立的国有控股有限责任公司,是原直属国务院国资委监管的重要骨干企业之一。拥有全资和控股子公司 11 家,以及华源股份、华源发展、华源制药和双鹤药业等一批上市公司,是中国最大的医药企业集团和纺织企业集团。

2004 年集团实现主营收入 485 亿元,按国家统计局公布的统计结果,中国华源以营业收入 4,946,116 万元列中国企业 1000 大第 29 位,列 2004 年上海市百强企业集团销售排行榜第三位。按行业统计,列医药制造业第一位和纺织业第一位,在中国出口额最大的 200 家企业中,排名 28 位。

中国华源的总体发展战略是“高科技、外向型、实业化、跨国经营”,产业发展战略是“优先发展大生命产业、优化发展大纺织产业,积极参与国际竞争,打造企业核心竞争力”。

1. 大生命产业

以研究人类健康综合解决方案为出发点的大生命产业是中国华源的核心产业,已形成了上海和北京南北两大产业基地。中国华源医药销售总收入列全国医药行业第一位,产品出口额列中国医药生产企业之首。拥有近 4000 种药品品种,在医药领域成功引进外资超过 7 亿美元,与美国施贵宝、强生、瑞士罗氏等国际知名跨国公司开展了合资合作。处方药、中药和 OTC 在国内具有较强的竞争优势。

中国华源拥有一批国家级医药研究机构和医疗器械研究机构,包括华源生命科学研究院、上药集团中央研究院、北药集团双鹤研究院、国家中成药工程技术研究中心、国家药物分子设计研究中心、国家制药工程技术中心、生物化学工程研究中心、国家医用加速器工程技术研究中心等,在基础性研究领域和研究成果产业化应用领域均位居全国前列。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国华源依托药品分销、物流配送与连锁零售药店相结合的完整业态，已构筑起国内目前经营规模最大、营销网络最广、市场开发能力最强的药品流通网络，医药流通收入 2003 年达 165 亿元。目前华源集团正积极探索建立连锁医院集团，创建全国性医疗服务网络，拓展华源生命医药产品的消费终端，巩固在国内医药市场中的领先地位。

位于无锡堰桥、面积为 11 平方公里的华源生命科技园区，是中国华源集团进入生命产业最大的发展基地。由中国华源集团、无锡市人民政府共同发起，联合科技界、教育界、实业界的优秀力量组建和开发。计划开发期为 8 ~ 10 年，总投资 200 亿元人民币。将建成以“生态、生物、生命”为核心，集生命科技产业区、国际医疗保健区、科学研究教育区、科技创业孵化区和综合配套功能区于一体的高科技主题园区和国家级生物科技、生命科学和医疗健康产业的创新基地。

2. 大纺织产业

纺织产业是中国华源的基础产业。中国华源从构建完整的产业体系出发，在纺织行业多个领域先后组建并购了一批优势企业，成功地推出了华源股份和华源发展两家上市公司；与杜邦、赫斯特、巴斯夫等跨国公司合资了一批高新技术企业。随着中国华源在美国、墨西哥、加拿大、泰国、尼日尔等海外纺织企业的相继建成投产和国际参与度的日益扩大，中国华源已成为具有一定优势、跨国经营的纺织企业。

中国华源目前已形成衣着类纺织品、装饰类纺织品、产业类纺织品三大类完整的研发、生产、经营体系，具有丝、毛纺、棉纺、麻纺、印染等国际先进的装备、技术和管理水平，并依托高分子化学纤维和大服饰产业链进入国内外资本市场。一大批国家级重点新产品和纺织新材料在国际上具有突出的竞争优势。

华源纺织企业生产的新产品主要有：热灌装瓶级聚酯切片系列、涤棉超细复合丝系列、海岛型复合纤维、聚四氟乙烯超级防水透湿面料、天丝亚麻交织布、天丝亚麻混纺布、竹节纱系列、高档精纺羊绒纱、丝羊绒纱、桑绿缎、防缩免烫精品绸等。超级防水透湿面料在抗击“非典”中被解放军总装备部用于医用防护服。

中国华源的新型高分子聚合材料、棉纺毛纺印染、家用纺织品三大业务板块，目前已形成年生产能力：高分子聚合物 20 万吨、化学纤维 10 万吨、棉纺 42 万锭、纱线 10 万吨、织物 10 亿米、制成品 2000 万件（条）。中国华源已成为中国最具优势、跨国经营的纺织集团。

经报国务院批准，将国资委持有中国华源集团有限公司 9.136% 股权无偿划转给中国华润总公司，中国华源集团有限公司不再作为国资委直接履行出资人职责的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)历史沿革

在2006年3月8日到11月23日这段时间内,华源集团的20家股东(包括中国华润总公司),先后和金夏投资集团(中国)有限公司(持有华源集团8.338%股权、位列第三大股东)签订股权转让协议。根据协议,这20家股东将其持有的91.662%华源股权,悉数转让给金夏投资集团。

华润先期转让给金夏的股权,来源于10月国务院国资委的无偿划拨。根据国资委10月26日的批复,并经国务院同意,国资委将持有的华源集团9.136%的股权无偿划拨给中国华润总公司。股权划拨后,华润受托管理华源的9.136%股权,成为第一大股东。

华润曲线收编华源集团的路线图即为:华源集团9.136%股权划转给华润,华润及其他19家股东将华源集团股权转让给金夏投资,金夏投资再将华源集团全部股权转让给华源资产。转让完成后,华润通过其控股的子公司华源资产实际掌控华源集团70%的股份。

华源资产是一家在英属维尔京群岛注册成立的有限责任公司,从事投资控股业务。华源资产的实际控制人为中国华润总公司。

中国华润总公司间接持有华源资产70%的股权,其余30%的股权由在维尔京群岛注册成立的CDHGolden ElephantLimited间接持有。

二、各方观点

(一)《上海万得资讯》(2006年2月21日):重组过程山重水复

华源集团重组的预期目标似乎已经水落石出,但是重组的过程却依然山重水复。

昨日,消息人士透露华源的重组"路线图"最有可能分两步走:第一步由金夏及其实际控制人鼎晖投资负责收编除国资委之外的其他华源小股东。

第二步,华润通过增资扩股的方式实现对华源70%的控股,在这一过程中金夏的持股比例缩至30%以下。

不过,这一重组意图能否贯彻,还要看华润对华源的尽职调查结果,以及与华源小股东之间的协商情况。目前有关华源重组的各方,对上述重组方案未置可否。

作为华源第三大股东的金夏投资此前一直默默无闻,如今却一跃成为华源



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重组的一股重要力量，这大大出乎业内人士的意料。公开资料显示，注册在香港的金夏投资与国内纺织部门有着很深的渊源。据了解，现年 70 岁的华源集团执行董事江星先生是金夏的创办人。江星 20 世纪 70 年代初赴香港服务于香港友联银行，80 年代创立金夏洋行，担任总经理，并与国内贸易部合资成立华应有限公司，从事进出口业务。此外，他又与纺织工业部合资成立恒天投资有限公司，从事投资业务。1993 年江星建立金夏实业（集团）有限公司，并任其董事长，后来金夏实业更名为金夏投资。

"华源第三大股东金夏已经被著名风险投资机构鼎晖收购，实际上是鼎晖在与华润合作重组华源。"消息人士表示，鼎晖投资派出的人已经参与了华源重组的前期准备工作，金夏只是鼎晖参与华源重组的平台，今后鼎晖很可能从幕后走向台前。

据接近华源重组的知情人士介绍，华源的重组主要包含两部分内容，其一是股权的重新整合分配，其二是新的控股股东注入大笔资金，解决华源日益紧张的流动性不足困境。华源的股权比较分散，发起人股东共有 21 家，最大股东的持股比例不超过 10%。根据达成的重组框架，华润要求在重组后的华源中持股比例超过 70%，另外 30% 左右股权由金夏持有，这也意味着华源其他股东必须退出，因此先整合华源现有的股权便成为了重组能否顺利推进的一个前提。

由于未来华润与金夏的股权比例基本确定，因此在重组华源的成本上也随之厘定，为双方通力合作重组华源打下了基础。华润由于需要对华源进行繁杂的尽职调查工作，经协商，收编整合股权的工作由金夏来做。等金夏完成股权整合后，华润再实施增资扩股，既达到重新调整股权比例的目的，也可以解决华源的债务和流动性问题。

虽然华源重组的大框架已经成型，但是具体如何操作仍然存在诸多变数，分散的股权结构、高额的债务以及复杂的人际关系等，都有可能让重组随时发生变化。

（二）《医药经济报》（2006 年 6 月 9 日）：华源重组静悄悄

今年 2 月，华源重组方案框架敲定，华润集团与金夏投资将七三分账包揽华源。此后，著名风险投资机构鼎晖投资收购了金夏投资，以黑马的强势姿态"跃"入华源重组视野，在前期准备工作中起到了不可或缺的作用。更有消息认为，鼎晖投资执行总裁焦震已经任职华源集团管委会副主任。

华源集团管委会主任阎飙在 4 月 21 日透露，华源重组第一步即集中股权的工作已接近完成。除国务院国资委（持股 9.14%）、华源集团职工持股会（持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股8.465%）和华夏证券股份有限公司（持股2.09%）外，17家华源集团原股东已签署股权转让协议。而国务院国资委所持股份已于2月16日划归华润托管。阎飙表示，股权集中工作完成后，华润集团和鼎晖投资将分别持有华源集团70%和30%的股权。

华源集团管委会从2月22日开始，实地考察了上药、北药及其附属企业，先后听取了华源生命、华源发展等公司的情况汇报，从而对华源集团的经营状况形成了一些初步判断。管委会认为，华源的主要问题在于管理不到位、不良资产没有及时处理，和资本市场操作不专业等方面，但其产业结构、行业地位、市场规模和产品技术等方面仍具有一定优势。

与此同时，华润方面亦于5月前完成了对华源的尽职调查，调查结果与上述判断基本雷同，认为"华源的资产状况比之前预计的要稍好"。目前，华润已经帮助华源全部偿还了银行贷款利息约2.5亿元，使其与债权银行的债务纠纷暂时得到缓和。阎飙表示，除上药、北药外，今年整个华源集团的经营工作应强调还本付息和对低效、无效资产的盘活。"从现在开始，有付息能力的公司要自己付息了。"阎飙说。

阎飙还透露，华源集团重组的方向和内容包括简化股权及债务结构，化解债务危机，解决生存问题；整合现有的医药资源，重点是上药、北药，以及未来可能的其他医药资源，打造民族医药平台；重组整合现有纺织板块资源，实现传统产业水平的提升；推动管理方式的变革，推动管理体制和用人机制的变革，等等。

按照日程表，尽职调查结束后，初步的重组方案即将出台。下一步工作的重点将是清理应收账款、清除库存，同时对重点扭亏企业进行跟踪，实现管理变革。

（三）《21世纪经济报道》（2006年9月2日）：鼎晖基金20亿重组收官

如果从最初的"9·16银行逼债"开始算起，华源重组已经耗时近一年了。

"我们现在只能靠卖卖库存和一些资产来换些钱，连工资都开始拖欠了。"8月30日，华源集团内部人士对记者抱怨，已经有很多年轻的中高层员工选择了辞职。

刚刚过去的"欣弗"不良反应危机事件，再次给华源集团重创。工厂目前还全面停工，损失数以千万。

华源集团内部人士表示，眼下的华源集团，关键是解决外部问题，扩充资本金，否则时间拖得越长，经营情况就越糟糕。

1. 华源系的上市公司状况，也都先后告急

华源股份8月31日公布的半年报称，公司净利润亏损1.77亿元。因受华



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



源集团流动性危机的影响，从2006年1~2月份起，公司控股子公司常州华源蕾迪斯有限公司和公司分公司常州化纤公司、常州合成材料分公司被中信银行常州分行等数家贷款银行起诉，生产资料被封存保全、生产中止。截至6月末，尚未恢复生产。停产造成报告期公司合并主营业务收入减少16.67亿元、净利润亏损1.04亿元。由于常州三家企业仍处于停产状态，预计今年第3季度仍将亏损。

华源发展半年报也显示，由于受到“华源系”流动性危机的负面影响，公司2006年上半年的融资环境未有好转，流动资金缺乏是公司经营中主要的问题，原、辅业绩预告的说明材料及工资成本的持续上涨，使得公司平均毛利率下降，盈利能力弱化，预计公司2006年1~9月份将出现经营亏损。

2. 与此同时，另一场危机也可能在近期爆发

从华源内部获悉，银行的信贷危机已经蔓延到国外市场，泰国银行方面目前已经了解到华源在国内的危机状况，有意收回贷款，已经给华源方面下了最后通牒。

华源已经派人前往泰国斡旋。“泰国方面可能解释一下情况就好了，国内银行的逼债和收贷，才是最让华源头痛的。”

3. 国资委力促重组

对于华源窘境，国资委方面曾屡次对华润施压。

8月中旬，国务院国资委副主任邵宁再度来到上海，在西郊宾馆和华润总经理宋林、华源总裁张杰等人会晤。

这次会议上，邵宁明确对华润方面提出要求，希望华润加快重组进度。

对于国资委来说，华源重组已经箭在弦上，绝不愿意诚通那样进而又出的一幕再度上演。

3月初华润集团最初接手华源集团之时，华润集团董事长陈新华并没有对此次重组完全“打包票”，仅表示“我们现在已经介入华源，但不一定能干成”。

但是到了6月底，陈新华颇显乐观。表示华润不是单纯地搞资本运作，而是要把华源做实、做强、做大、做持久。

知情人士告诉记者，此次方案敲定之前，华润方面曾经上报给国资委一个重组方案，提出重组资金50个亿，同时要求国资委再承诺50个亿，包括一些支持性政策，比如免债等条件。但这个方案之前并没有跟华源方面确定，国资委有关领导表示：“回去跟华源商量商量再报”。

“华源的债务都是良性债务，不可能像三九那样大幅减免的，华润不过是想多要一些政策。”一位了解华源的人士告诉记者，目前的当务之急，还是华润和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鼎晖的重组资金尽快到位，久拖不决，不仅对华源的资产质量有损害，华润利益也会受损。

他还透露，对于华润担心的重组华源影响其利润等问题，国资委方面已经做了让步，同意华源的财务和华润分开结算，不会影响华润的利润。

（四）《21世纪经济报道》（2007年3月20日）：鼎晖淡出华源重组

去年2月16日最终确定的华源集团重组方案中，十分清晰的界定了两家重组方——华润和鼎晖的各自角色。第一步由私人投资基金鼎晖投资负责收编除国资委之外的其他华源小股东；第二步，华润通过增资扩股的方式实现对华源70%的控股，在这一过程中，鼎晖的持股比例缩至30%以下。鼎晖扮演的是策略投资人的角色。

但时至今日，鼎晖收购小股东一事却一拖再拖，而且面临流产的可能。

“重组方已经明确表示，收购华源小股东股权的事情暂缓一年。”知情人士告诉记者，华润方面近日出面表示，由于鼎晖不愿意继续收购，小股东股权收购推迟一年。“华润给出的理由是没有资金，而且，很多问题没有解决。”

他告诉记者，在重组问题的安排上，华润和鼎晖的意见多有不一，双方的矛盾实际上早在新华源集团人事安排上就已经初露端倪。

对于华润选定的原总裁，鼎晖投资在关键时刻投出了反对票，明确表示不看好华润推荐的总裁人选。

“华润上报的资产方案和人事方案都没有跟鼎晖方面商量，鼎晖觉得没有得到尊重，颇有不满。”一位接近鼎晖的人士对记者表示，对于鼎晖这样一个策略投资人身份，将来能够有投资回报是最重要的。而华润的重组思路和操作手法，却让鼎晖觉得重组前景堪忧。

去年年底，在国务院国资委正式批准的重组方案中，明确表示，隶属国资委的华润集团和鼎晖投资将各自出资50亿元和20亿元，分别在重组后的新华源集团中持股70%和30%。

本书点评

华源系疯狂的并购扩张并没有给企业带来业绩改善，盲目的多元化是众多中国企业发展的误区之一，这样导致其内部资源毫无协同性可言。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二十三章 汇源上市前的三次私募

一、案情介绍

(一)汇源果汁简介

根据行业资料显示,1992 年成立的汇源集团是中国目前最大的果汁及果汁饮料生产企业,拥有 60 多个原料基地和 20 多个加工厂,以及遍布全国的销售网络,在百分百果汁和中等以上含量果汁饮料市场占据第一份额。

根据权威调查机构 AC 尼尔森"零售研究饮料行业排名"数据,2006 年,汇源果汁占据中国纯果汁市场 41% 的份额,位居第一;高浓度果汁领先其他竞争对手,占到 39% 的份额。2007 年,实现净利润 6.4 亿元人民币,同比增长 1.89 倍;每股盈利 46.9 分,期内营业额增长 29% 至 26.6 亿元。汇源 2008 年上半年毛利润同比下降 22.2% ,2008 年上半年纯利润达 3.67 亿元,可如果不计算 2.5 亿元来自可换股债券股权公平值变动收入,以及所得税大幅下调 42.5% 等因素,其核心盈利实际上下降了 19.1% 。2008 年上半年的业绩下滑可能跟下面的因素有关:汇源在国内采购的浓缩汁及果浆成本不断增加,推动了原材料成本增加,加上折旧增长,集团的销售成本已经从去年同期的 8.6 亿元增加 4.8% 至 9.02 亿元。另一方面,营运产能与 2007 年同期相比虽有所增加,却未能充分使用产量。但目前作为中国果汁饮料行业的开创者和引领者,"汇源果汁"一直保持着"中国果汁第一品牌"这个至尊王座,是中国果汁行业无法撼动的王者之师。

在果汁行业,汇源拥有最多的产品品种。从成立到现在,汇源累计研发、生产饮料食品 500 多个品种,产品包括果蔬原浆、浓缩浆、浓缩汁、纯果汁、果肉饮料、果汁饮料、混合果蔬汁、蔬菜汁及蔬菜汁饮料、植物蛋白饮料、茶饮料、纯净水等。如今,汇源年加工果蔬 60 多万吨,年产软饮料 80 多万吨。男女老幼都可以找到自己喜欢的汇源产品。

汇源还打造了中国最多、最长的产品线。汇源成立以来,先后从德国、意大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利、法国、加拿大等国家累计引进150多条果蔬加工、饮料灌装等生产线。2001年底，汇源率先引进了世界上最先进的PET无菌冷灌装生产线，开创了中国果汁饮料PET无菌冷灌装的新时代。先进的设备加严格的管理创新，使得汇源的水果原浆加工冷破碎、浓缩果汁加工的超微过滤、饮料生产的超高温瞬时灭菌和无菌冷灌装等项工艺、技术，均处于世界领先地位。

十几年时间，汇源已经在全国创建了30多家现代化工厂，联结了400多万亩优质水果原料基地，建立了基本覆盖全国的销售服务网络，构建了一个庞大的产业化经营体系。

汇源获得了数百项的荣誉，荣获"农业产业化国家重点龙头企业"、"全国轻工行业先进集体"、"国家工业旅游示范点"、"中国饮料工业十强"、"中国饮料业果蔬汁最佳企业"、"企业社会责任突出贡献奖"、"中国最具社会影响力品牌企业"等殊荣。汇源品牌在中国已家喻户晓，先后荣获"中国驰名商标"、"中国名牌产品"、"产品质量国家免检"、"中国饮料市场产品质量用户满意第一品牌"、"亚洲信誉品牌白金奖"等殊荣。获得了公认审核最严格的英国零售协会标准(BRC)证书，通过了德国果汁保护协会(SGF)认证。

在国际市场上，汇源产品已远销美国、澳大利亚、新西兰，以及东南亚和非洲的30多个国家和地区。

(二)汇源果汁发展沿革

第一阶段，从与"德隆"牵手到分手。"汇源"的第一次融资对象是当年大名鼎鼎的新疆德隆。作为当时国内最大的食品饮料投资商，"德隆"拥有庞大的产业集群和雄厚的资金储备。不仅其自身拥有完备的生产基地和销售网，同时拥有国内多家知名饮料品牌的股权，无疑是当时众多企业之中的一艘巨舰。

2001年，德隆旗下的新疆屯河以5亿元现金(实际到位3亿元)出资控股51%，汇源则持股49%，双方组建合资公司北京汇源。这笔交易使一手创办"汇源"的朱新礼当时失去了对该公司的控股权，但融入的资金无疑为当年的"汇源"发展注入了一针强心剂，就是凭借这样大胆的股权融资方式，使得与"德隆"合作的两年，"汇源"已经发生了彻底的变化。

与德隆合作时，"汇源"在全国只有6家果汁生产基地，合资两年内新增了26家大型生产基地，地域由山东、北京大举扩张至西部，至少在10个省完成了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



扩张，在重庆更是出手66亿元投建了亚洲最大的果汁生产基地。两年间，汇源先后引进了11条PET生产线，每条斥资约15亿元，当时国内PET生产线(包括汇源)仅14条。初步完成了早期的产业布局，勾勒出了企业长远发展的蓝图。2002年，“汇源”以7,670万元广告投放额赢得央视果汁行业标王。2001年、2002年“汇源”的销售收入分别为154亿元、223亿元，利润则分别猛增到25亿元、27亿元。“汇源”2003年已经雄霸国内果汁市场23%的份额，为第二名的近10倍。

合资后，“德隆”开始频繁向汇源伸手要钱，开始是5,000万，之后是1个亿，再后来增加到2个亿，2002年年底“德隆”欠公司的债务高达38亿元。与此同时“德隆”承诺的还款周期也越来越短，从最早的三个月，缩短到一个月，最后变成了一周。显然德隆对大额资金的需求已经变得越来越迫切了。“德隆”借款的利息高达15%～18%，资金回报比汇源经营产品的利润高出许多。2003年，“汇源”的掌舵人——长期在企业打拼的朱新礼意识到了“德隆”由于过度的多元化发展而出现的资金链问题，凭借着多年的企业管理经验和对经营风险的警觉，他果断做出结束与“德隆”合作的决定，希望在“德隆”的问题爆发前彻底脱离“德隆”。

但“德隆”方面并不愿意放掉这块“肥肉”，因此主动提出全面收购计划，以7倍于合资公司年利润的价格收购汇源集团所持的北京汇源49%股权。但“汇源”没有响应，针对德隆提出的3年后支付收购资金的建议，朱新礼提出在最短的时间里以现金反向收购“德隆”持有的“汇源”的股权。在和“德隆”不断的谈判以及得到地方政府一定支持的情况下，最终“汇源”将7倍市盈率融出的51%股份，按照9倍市盈率的价格购回，成功地躲避了德隆集团崩盘之后可能带来的不利影响。虽然承担了一定的债务，但努力将风险降到了最低。

第二阶段，“统一”入股受挫。虽然经历了第一次私募的失败，但汇源果汁毕竟摆脱了德隆的控制，也未受到2004年德隆倒台的毁灭性影响，公司基本未伤及元气，与之相反，公司对私募的过程及得失的把握更加成熟和谨慎。

2003年4月至2004年12月，著名国际投资财团如摩根士丹利、百富勤、美林、高盛、汇丰、美国资本集团等数家国际著名投行不约而同地盯上了汇源果汁，准备围攻狩猎。

但汇源果汁考虑最好和产业投资人商谈合作事宜，因此，先后接触了法国达能、可口可乐、百事可乐、台湾统一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23－1 汇源对产业投资人的选择比较

比较	法国达能	可口可乐	百事可乐	统一
方案	与未来业绩挂钩，对管理层足够激励	不详	不详	出价高，2.5 亿占 5%
优势	具有整合食品业资源经验，沟通深	全球经验，政府资源强	全球经验，政府资源强	发展速度快，有渠道
劣势	下属公司同业竞争，利益很难协调	对公司发展有行业限制，沟通浅	对公司发展有行业限制，沟通浅	无全球资源，在大陆收购屡败；对大陆投资受限制
汇源评价	方案较好	方案一般	方案一般	方案最好

2005 年 3 月 21 日，“汇源”与台湾统一企业集团签署了合作合同，北京汇源集团分拆其果（蔬）汁产品业务、重组成为一个独立集团，并由开曼的汇源果汁控股有限公司控股。由台湾统一企业集团通过其设在开曼群岛的公司——“开曼统一”投资 3,030 万美元，取得了双方合作的公司 5% 的股份，汇源集团以其 50 多条生产线等入股占有 95% 的股份，双方共同组建合资公司“中国汇源果汁控股”。

本来根据双方的协定，统一最高可以持有中国汇源 35% 的股份，之所以第一次仅转让了 5%，就是为了易于通过审批。但是该交易完成后，当时台湾政坛的“倒扁”行动使局面变得十分复杂，统一企业在内地的投资额接近了台湾地区禁止上市公司将 40% 以上的净值投资于内地的投资限制，因此，统一与汇源的合作一直没获得台湾方面同意。统一在投资汇源的问题上显得辗转反侧，一方面，统一要通过其他海外基金或其设在内地的投资公司来投资，以规避台当局的限制；另一方面，由于手续的烦琐，双方早期对合资公司的一些设计和规划无法复制于汇源。

在与台湾“统一”短暂的合作期间，一直就有消息宣称“汇源”将于当年第三季度赴香港上市，且上市筹备工作已经进入了实质性阶段，已和多家券商进行了接洽，但此后一段时间内却杳无音讯。

2006 年 7 月 3 日，“汇源”和“统一”签订终止协议，但“汇源”需要偿还“统一”的 1.215 亿美元（至 2006 年 1 月，根据合作协议，汇源共收到来自“统一”的 1.215 亿美元）。对于梦想着一直做大产业的汇源来说，合资受阻，还要偿还已经用于生



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产的1.2亿美元，其资金压力也是可想而知，现实环境迫使朱新礼不得不在统一之外再去寻找其他的产业或者财务投资者。

第三阶段，引入四家战略投资者，并在香港联交所成功上市。2006年7月3日，法国达能集团、美国华平投资集团、荷兰发展银行以及香港惠理基金共同投资汇源果汁2亿多美元，共持有汇源果汁35%的股份，其中法国达能持有22.18%股权总投资1.41亿美元，且达能派驻一名董事，另设独董一名，参与到上市公司的董事会决策当中。通过分别向美国华平财团和达能亚洲发行可转换债券8,567万美元和1.3725亿美元，偿还了统一先期的1.215亿美元。

本来的融资思路是"接受产业投资人而拒绝财务投资人，先合作而后谈上市"。但是后来跟风险投资家接触多了，对他们的理念也认可了，"比如，美国华平有非常强的提高企业财务管理的能力，他们的专业性令我吃惊。"而荷兰发展银行香港惠理基金在全球农业的研究与发展，以及产业全球化方面均有骄人的成绩，这也是朱新礼邀请他们加入汇源一起成长的原因。

2007年2月23日，"中国汇源果汁集团有限公司"在香港联交所成功挂牌上市，引发国际投资者竞相追捧，汇源果汁以9港元开盘，此后不断攀升，最高曾见10.06港元。全日成交3.19亿股，成交金额30.48亿港元，最终收于9.98港元，较其首次公开募股(IPO)价格6港元大幅上涨66%。汇源果汁此次在港上市，共发行4亿股，筹资规模达24亿港元，公开招股超额认购937倍，冻结资金2 300多亿港元，汇源果汁成为香港联交所此前历史上超额认购第四大和冻结资金第五大新股。

对于汇源上市取得的巨大成功，众多国际知名投资银行和投资机构人士纷纷赞叹"堪称完美"。上市意味着汇源真正跨入了国际化公司的行列，汇源的资产与资本实现了成功对接，会聚了全世界3万多股东和巨额资金。公司上市保荐人瑞士银行认为，汇源果汁是其"最为经典的案例"。

本书点评

为什么这些私募喜欢汇源呢？换句话说，私募们为什么乐此不疲地参与汇源的私募呢？这是因为中国在工业化，而同时农业也许产业化经营，而汇源恰恰是林果业产业化的典范。中国城市化的加速，人们的生活方式和饮食结构也悄然发生变化，而汇源作为行业龙头，也将获得这个产业链的巨额利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

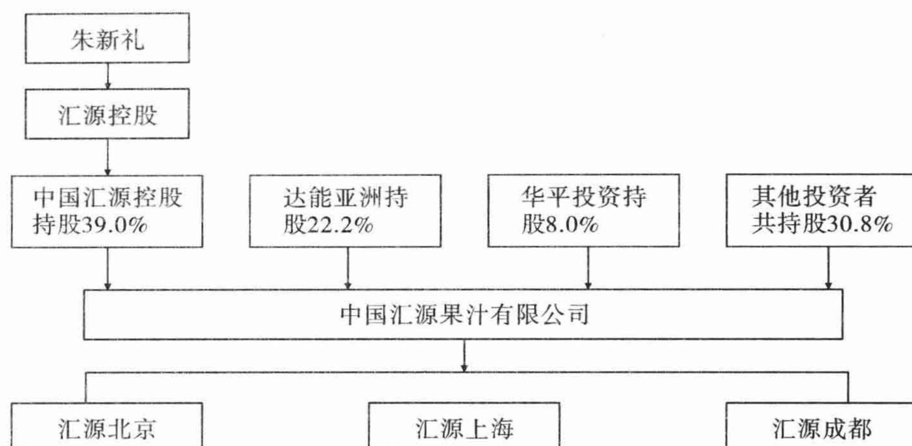


图 23－1　汇源上市后的股权结构

第四阶段，可口可乐欲以约 179.2 亿港元收购“汇源”，被中国商务部禁止。 2008 年 9 月 3 日，可口可乐公司表示，已经提出以每股 12.2 港元的价格收购汇源果汁，该报价是汇源果汁 2 日收盘价 4.14 港元的近 3 倍，可口可乐愿意支付庞大溢价的目的，部分原因就是希望获取汇源的强大品牌形象。可口可乐公司称，共持有汇源果汁近 66% 股份的三大股东已对该交易作出不可撤回的承诺。这三位股东分别是汇源果汁母公司中国汇源果汁控股有限公司、达能集团和 Warburg Pincus Private Equity，它们在汇源果汁的持股比例分别为 38.5%、21% 和 6.4%。这次建议收购是否成功需中国有关主管部门的批准。

2009 年 3 月 18 日，商务部就可口可乐公司收购汇源公司案发出通报称，由于可口可乐应商务部要求提交的修改方案“仍不能有效减少此项集中对竞争产生的不利影响。据此，根据反垄断法第二十八条，商务部做出禁止此项集中的决定。”商务部所称的“集中”，是指经营者通过合并、资产购买、股份购买、合同约定、人事安排等方式，取得对其他经营者的控制权，或者能够对其他经营者施加决定性影响的情形。

并购双方先后发表声明，均表示尊重商务部决定，可口可乐还表示将不继续收购行动。这是自 2008 年 8 月我国反垄断法实施以来，首个未通过反垄断审查的案件。汇源果汁股价 18 日开盘大跌 51.93%，报 3.99 港元，全天跌 42.17% 至 4.8 港元，至此，汇源果汁已丧失了大部分收购计划以来产生的溢价升幅（曾由 4.14 港元飙升 172% 至 11.28 港元）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方观点汇集

(一)《经济观察报》(2006年7月):统一无奈放弃,达能现身,汇源融资酝酿大果汁产业

台湾统一企业集团无奈宣布由于5%投资未获得台湾当局批准而放弃与汇源集团合作;而达能集团在等待一年之后,如愿以偿获得了与汇源的合作机会。

7月3日,汇源集团总裁朱新礼、法国达能集团中国区总裁秦鹏宣布,法国达能集团、美国华平投资集团、荷兰发展银行以及香港惠理基金,共同向中国汇源果汁控股有限公司(下称中国汇源)投资2亿多美元,与中国汇源建立战略合作关系。四家战略投资者在新成立的中国汇源共占股35%,其中达能持有22.18%。

根据协议,汇源集团分拆业务,在开曼群岛注册新公司。其中原料基地建设、浓缩果汁的生产、出口,包括原浆的加工,属于汇源集团公司。中国汇源负责经营终端产品即果汁和果汁饮料。

在引进战略投资的过程中,汇源一直把握着主动。2004年,汇源明确表示开始寻找投资人时,投资人蜂拥而至,在最高峰时,汇源投资发展部的负责人路长青每天要接待6拨客人。2004年9月,朱新礼最终将选择范围收缩至达能、统一、可口可乐和百事可乐。

2005年,汇源曾经与统一达成战略协议,在海外注册成立中国汇源果汁控股有限公司。其中汇源集团占股95%,统一占股5%。朱新礼说:"与达能谈事,要通过法国总部,辗转几天,而与统一,一个电话就可以。"更重要的是"双方有很强的互补性"。借助统一,汇源可以轻松获得东南亚市场。

"统一企业也向汇源派出了优秀的管理人员。一年多以来,双方合作愉快。"朱新礼介绍,但遗憾的是,因受台湾当局对台企在大陆投资额的限制,统一与汇源的合作迟迟得不到当局批准,统一无奈只有放弃。

而锲而不舍的达能终于有机会走上台前。虽然达能占有了新公司22.18%的股份,但目前汇源仍是主导。

"使用达能品牌根本就不在议事日程之中。"秦鹏说,达能介入的目标,是使汇源的品牌在中国不断地发扬光大,并且下一步在条件允许的情况下,首先在亚洲,让汇源品牌走出国门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“达能在中国还有其他的投资企业。所以在供应链方面，我们有切实可行的整合机会，下一阶段在渠道发展方面，尤其是海外也能提供经验。”秦鹏尤其举出了与娃哈哈合作后在印尼的推广案例。

朱新礼否认汇源面临的资金压力，但也承认会根据企业战略部署和规划融资和发展。

汇源的资金压力从“他她水”的兴衰略见一斑。2004 年春季成都举办的糖酒会上，“他她水”凭借独特创意捧得 4.7 个亿的现金订货款。然而 2005 年，他她水饮料消失得无影无踪。“他加她”CEO 周子琰曾经指出，由于集团工作调整，后续资金跟不上，以致一个很有前途的产品后劲乏力。

汇源对资金的需求可以追溯到 2001 年德隆的介入。2001 年 3 月，双方迅速组建“北京汇源”，德隆以 5.1 亿现金出资持股 51%，汇源则以资产出资持股 49%。德隆的到来将汇源带入疯狂扩张的时期。此前在全国只有 6 家果汁生产基地的汇源，合资不到两年，拥有 20 余家大型生产基地，链接了 60 多个优质水果、蔬菜等原料基地，建立了基本遍布全国的销售网络。重金之下汇源迅速完成对果汁加工领域上游的相对垄断性控制，但是，德隆时期汇源的扩张速度完全超出了自身的能力。2003 年，与德隆分手后的汇源很快就开始寻觅新的合作伙伴。

这次的 2 亿美金注入让汇源的“大果汁”目标更进一步。

（二）新华社（2009 年 3 月 19 日）：否决汇源收购案意义大应合理利用外资

值得关注的是，此次收购以及收购被否决本身，都引起国内外和业内外的极大关注。不仅在于它创造了迄今外资在华最大的收购案的记录，也在于它是《反垄断法》实施之后，首个由中国政府主管部门否决的一起收购案，更在于在当前国际金融危机冲击下，中国今后将怎样对待外资在华收购，如何吸引外资在华投资等诸多相关问题。

根据商务部近日发布的消息，今年 1 月 ~2 月，中国外商直接投资（FDI）金额为 133.74 亿美元，同比下降 26.2%。受金融危机影响，一些跨国企业降低了在华追加投资的力度，同时新设立企业目前主要持观望态度。商务部新闻发言人姚坚表示，这会对我国吸收外商投资造成一定影响。而此次可口可乐收购汇源的标的额达到 24 亿美元，对于外商投资额下降的中国市场而言具有重要意



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



义，因此这次商务部考量的重点，也受到业内广泛关注和讨论。

此次并购案也引起国外媒体广泛关注。法新社 18 日在发出的新闻中认为，“这笔高达 24 亿美元的迄今为止中国最大的一笔外资收购案，被看成是中国如何应用其新实施的《反垄断法》的一次考验。”

商务部研究院研究员王志乐在接受新华社记者采访时表示，此次收购案被否决，更大程度上还是从反垄断的角度进行的一次技术层面的操作，并不涉及贸易保护或是限制利用外资的问题。从商务部上报、立案的案例数量来看，仅一例否决的案例，并不能说明释放出了不利于引进和利用外资的信号。相反，对于中国政府而言，第一次依法做出反垄断的否定裁决，对于合理健康的利用外资，无疑具有重要的意义，是值得赞赏的。

王志乐建议，可口可乐公司应该重新研究一下其在华的发展计划，制定更加适合中国现状的长远发展战略。同时，王志乐也指出，对于汇源公司而言，收购计划的失败肯定会影响公司原定的企业发展战略，即便如此，汇源也不应悲观，要及时、积极地重新调整发展战略。当事双方都应该从此次否决案中汲取更多正面的信息。同时，其他的跨国公司与国内企业，也应从此案例中汲取正面的信息，制定更加符合中国现实的发展战略与合作方式。

（三）《商界评论》（2009 年 3 月 19 日）：禁购汇源的远忧近虑

2009 年 3 月 18 日，商务部根据《反垄断法》禁止可口可乐收购汇源，“震感”迅速传遍中国波及全球。汇源立即表示尊重政府部门的批复，料来老帅朱新礼早有心理准备。这场风波对汇源毫发无损，反而可以坐享品牌价值数以十亿元计的升值。可口可乐也在第一时间宣布放弃收购，没有抗辩、上诉，甚至没有一点儿微小的怨言。早知金融危机凶险若斯，可口可乐也许不会开出 24 亿美元的天价（3 倍于交易宣布时的股价，对应市盈率高达 50 倍）。骑虎难下之际，得商务部解围，恐怕正偷着乐。还有尽情宣泄喜悦的网民……短期来看真是皆大欢喜没有输家。细细想来，禁止可口可乐收购汇源，带来一系列近忧远虑。

眼前的忧虑，就是增大了中国企业抄底海外矿产资源获批的难度。中国铝业 195 亿美元注资力拓集团，中钢 13 亿美元收购澳大利亚中西公司，五矿 17 亿美元全资收购世界第二大锌矿开采商……在指责奥巴马“只买美国货”狭隘之余，在呼吁“警惕金融危机下贸易保护主义抬头”之际，有没有照照镜子？如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前述海外并购被否，庞大的巨额外汇储备只好投向美国国债！

中期的忧虑，是反垄断大棒的着力点出现偏差。毋庸置疑，垄断现象在中国经济领域俯仰皆是，但重灾区绝不是果汁饮料行业。只听说民营加油站没法干，没听说那个果汁厂因为汇源的存在而倒闭。民营企业的市场份额是真刀真枪拼出来的，而个别巨型国企的垄断地位是行政权力赋予的。民营企业发展到一定程度，只有通过重组并购来寻求突破，所以给民营企业贴垄断标签应当格外慎重，不要把中国未来的可口可乐扼杀在“早晨八九点钟”。

长期来看，则涉及民营企业的传承。似乎民营企业的产权是很清晰的，但朱新礼不能按自己的意愿处置自己创办的企业，说明他的产权是不完整的。热心的人们看似对汇源喜爱有加，殊不知侵犯了朱新礼的产权。好比有人种了棵树，十年后绿树成荫成为众人的纳凉佳处，种树的人想将树移走，会遇到不小阻力、想砍树卖钱更会受到纳凉者“义正词严”的谴责。朱新礼创办汇源树造福了众人，却也因此难以行使对这棵树的完整产权。长此以往，我们的社会以什么激励人去种树呢？朱新礼年纪不小了，看来子侄辈中也没有像他那样的商业奇才，像张大中那样以合适的价格将公司出售不失为上策。与朱新礼、张大中类似的民营企业家有一大批，经营权、所有权的传承是公司的一道坎。人生苦短，创业家也不例外，企业过不去这道坎，就不可能成为百年老店。社会各界对这些企业及创始人应当抱着善意和宽容。

十几年前，在“利用外资改造国有老企业”的方针指导下，有关政府部门以行政命令方式强制北京的北冰洋饮料、重庆天府可乐、广州亚洲汽水、山东崂山可乐等国内最顶尖七大饮料企业委身可口可乐或者百事可乐，众多优秀的民族品牌从此走向没落，史称“水淹七军”。如今，可口可乐并购的汇源却引发社会各界广泛关注和警惕。从水淹七军无人问到汇源并购被禁止，历史的车轮居然也能转动得如此神速！可口可乐的并购已然流产，但汇源的前途问题只是被暂时搁置。搁置争论是我们处理国际国内大事小情的常用策略。不过我们的处理方式却不够完美。前者，新航欲并购东航，有关部门采取中立态度，国航则在二级市场收集东航股票，最终以小股东身份成功“搅黄”了这宗交易。市场化方式总是比行政命令让人信服。如果一家大国企，比如，中粮出面与可口可乐竞购岂不妙哉！这恐怕又会涉及更深层的问题：民企不可能被贱卖，而国企更不可能去高价收购。民企是创业者自己的，卖也要卖个高价，永乐、大中、小护士有先例可依。而强势国企可以“挤死”对手，或伺机低价收购，但用公款溢价多



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



少倍去并购一家民企，则理不顺、更说不清。

（四）《上海证券报》（2009 年 3 月 19 日）：否决并购案并非贸易保护主义

商务部 18 日否决可口可乐收购汇源案，有评论认为，此举可能会引来其他国家非议，甚至被理解为贸易保护主义。对此，有关专家认为，对该并购案的处理，完全符合反垄断法和有关国际准则，并非贸易保护主义。

商务部国际贸易合作经济研究院研究员梅新育表示，有关部门是严格按照法律程序和相关经济分析做出这项裁决的，没有对外资企业另外制定一套外资企业反垄断法，没有对此案滥用国家经济安全审查，因此完全不存在贸易保护的问题。

梅新育说，在全球性经济危机时期，强迫本国企业和金融机构收缩对外投资，政府救援企业以不对外投资、不关闭在本国工厂等为条件，这才叫保护主义，而中国则鼓励企业开展对外直接投资。

他表示，根据汇源在中国果汁市场的份额和可口可乐的实力，这个裁决结果本该毫无悬念，早在这项并购案提出之初就该一目了然。

中美经贸关系研究中心赵龙跃博士表示，对于涉及垄断的外资并购案的处理，一般情况下应当遵循两个原则：第一，是维持整个消费市场的公平竞争，国家出台相关处理措施的时候，并不是以某几个企业的利益为出发点，而是考虑行业利益；此外，应当考虑有效兼并的问题，尤其是在面临外资收购问题的时候，我国也曾经出现过一些国内企业被外资收购后，品牌被取代和消失的情况，因此更应当慎重。

赵龙跃认为，由于可口可乐收购汇源确实将影响我国饮料市场的有效竞争，因此商务部对该案件的处理不存在贸易保护的问题。

梅新育认为，理性的投资者理当就此对中国的商业和法制环境加分，因为这个结果证实了中国反垄断法的严肃性和法制的可预期性，这是构成一个国家商业环境的最重要因素之一。

中国人民大学法学院副教授韩立余也表示，对该并购案的处理，可以说是我国《反垄断法》实施更为成熟的一个标志。

梅新育指出，不必担心这项裁决会影响我们利用外资和对外投资。同时，这起案件也告诫赴海外投资的中国企业，在选择海外收购对象时，要更充分地考虑可行性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十四章　金蝶国际：借助私募基金迅速崛起

一、案例背景

（一）公司简介

金蝶国际软件集团有限公司是香港联交所主板上市公司、中国软件产业领导厂商、亚太地区企业管理软件及中间件软件龙头企业、全球领先的在线管理及电子商务服务商。金蝶以引领管理模式进步、推动电子商务发展、帮助顾客成功为使命，为全球范围内超过 60 万家企业和政府组织成功提供了管理咨询和信息化服务。金蝶连续 4 年被 IDC 评为中国中小企业 ERP 市场占有率第一名、连续 3 年被《福布斯亚洲》评为亚洲最佳中小企业、2007 年被 Gartner 评为在全世界范围内有能力提供下一代 SOA 服务的 19 家主要厂商之一、2008 年金蝶荣获深圳质量领域最高荣誉深圳市市长质量奖。2007 年，IBM 等入股金蝶国际，成为集团战略性股东，金蝶与 IBM 组成全球战略联盟，共同在 SOA、市场销售、咨询与应用服务、SaaS 多个方面进行合作。

金蝶国际软件集团有限公司总部位于中国深圳，始创于 1993 年 8 月 8 日，于 2001 年 2 月 15 日，在香港联合交易所创业板上市，2005 年 7 月 20 日，转香港联合交易所主板上市，股票代码为 0268。金蝶国际附属公司有专注于中国大陆企业管理软件市场的金蝶软件（中国）有限公司、致力于为企业提供在线管理与全程电子商务服务的金蝶移动互联公司、专注于除中国大陆以外的亚太地区及海外市场的金蝶国际软件集团（香港）有限公司，以及专注于中间件业务的深圳金蝶中间件有限公司等。目前集团拥有员工 4800 人。

金蝶国际在中国大陆设有深圳、上海、北京三个软件园。在中国大陆拥有 44 家以营销与服务为主的分支机构和 2000 家咨询、技术、实施服务、分销等合作伙伴。金蝶营销、服务及伙伴网络在中国大陆分为南方、北方、华东、西部四大区域，遍及 221 个城市和地区；集团客户遍及亚太地区，包括中国大陆、香港、台湾以及新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国等国家和地区，总客户数量超过 60 万家。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金蝶国际软件集团有限公司是中国软件产业众多“第一”的缔造者:第一个WINDOWS版财务软件及小企业管理软件——金蝶KIS的缔造者;第一个纯JAVA中间件软件——金蝶Apusic和金蝶BOS的缔造者;第一个基于互联网平台的三层结构的ERP系统——金蝶K/3的缔造者和第一个发布基于互联网提供在线管理和电子商务服务——友商网的缔造者。金蝶目前有三种ERP产品,分别为面向中小型企业的K/3和KIS,以及面向中大型企业的EAS,涵盖企业财务管理、供应链管理、客户关系管理、人力资源管理、知识管理、商业智能等,并能实现企业间的商务协作和电子商务的应用集成。

金蝶以快速响应客户需求、为客户提供全生命周期的服务作为不断前进的动力,以打造中国软件航母舰队、创造卓越软件服务价值为战略主旨,与中国企业一起推动中国管理模式在全球崛起。金蝶的长期目标,是成为全球企业管理软件及电子商务服务市场的领导者,发展成为受人敬仰的公司。

表 24－1　近期财务摘要

	2008 年	2007 年	变动
(经审核)营业额(人民币千元)	875,300	766,874	14%
毛利(人民币千元)	690,845	607,175	14%
股东应占盈利(人民币千元)	181,546	136,476	33%
每股基本盈利(人民币元)	0.0958	0.075	28%
净利润率(%)	20.70%	17.80%	+2.9%

表 24－2　连续 7 年业绩比较

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
营业额	158,652	294,532	365,573	445,922	529,343	611,443	766,874
经营盈利	29,239	41,992	69,370	59,227	80,120	106,953	151,590
股东应占盈利	30,036	40,698	59,130	51,728	72,290	97,377	136,476
每股股息	0.01	0.02	0.01	0.04	0.045	0.065	0.085
每股盈利 －	0.07	0.09	0.13	0.12	0.16	0.22	0.3
总资产	213,852	313,740	372,078	471,434	564,357	726,420	902,650
净资产	167,518	210,295	261,154	314,052	372,931	471,936	607,530
净现金	122,332	103,583	144,458	190,719	212,053	321,695	392,185
流动比率(倍)	4	2	2.2	2.1	2.1	2.1	2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
负债比率(%)	1.4	8.9	5.4	5.1	5.3	5.1	0
股本回报率(%)	17.9	19.4	22.6	16.5	19.4	20.6	22.5
资产回报率(%)	14	13	15.9	11	12.8	13.4	15.1

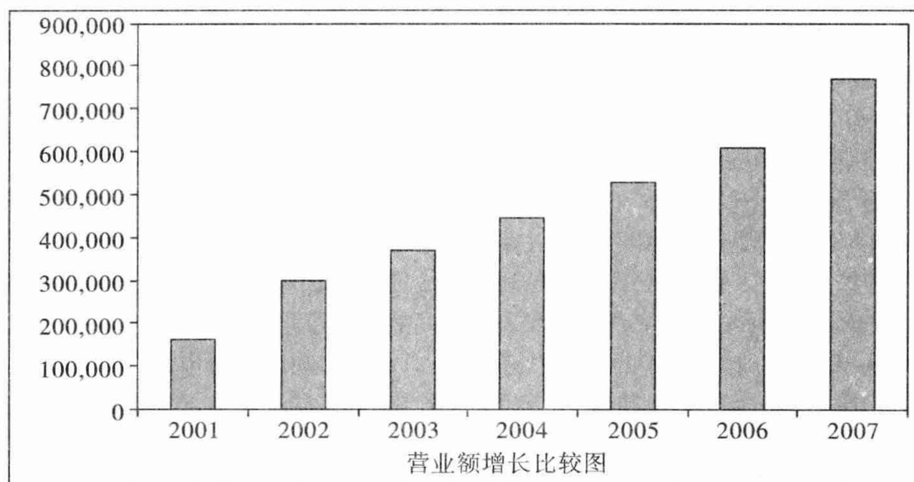


图 24－1 营业额增长变化图

表 24－3 主要股东(截至 2008 年 6 月 30 日)

股东姓名	股份数目	权益性质/于期权下股份	权益百分比
Oriental Gold Limited	334,425,000	实益拥有人	17.42%
Billion Ocean Limited	233,240,000	实益拥有人	12.15%

(二)公司发展沿革

1993 年 8 月金蝶公司总裁徐少春于 1993 年成立的深圳爱普电脑公司、香港招商局保险公司及美籍华人 3 方合资成立深圳金蝶软件科技有限公司。公司以“突破传统会计核算,跨进全新财务管理”为目标,进行产品创新,力图把金蝶公司建成国际性的财务软件公司。

金蝶公司创立之初,便迅速开发自己的新产品。1993 年底,金蝶公司开发了 V2.0 和 V3.0DOS 版财务软件。1995 年底,金蝶公司率先开发出 Windows 操作系统的产品,市场份额快速扩张。1996 年 4 月,金蝶公司开发的 Windows 版本的财



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



务软件,被评为"中国首家 Windows 版财务软件总分第一名"。1997 年,金蝶公司率先推出 32 种决策知识型财务软件。1998 年 2 月,金蝶公司宣布与微软公司在开发、技术等方面进一步合作,并推出国内第一家 3 层结构技术基于大型数据库(C/S)版本的财务软件。金蝶公司所处的软件产业作为一种高效益、高投入、高风险的行业,其商品化需要大量的资金不断地投入。企业在开发软件过程中,需要召集大量的人才进行开发。在软件向市场的推介中,需要大量的市场宣传和售后服务。而这一切,都需要一定资金的先期投入。随着改革的深入,国内的财务制度与国际标准逐步接轨,国内在几年内先后成立了 200 余家大大小小的财务软件公司。如何在众多的财务软件公司中脱颖而出,使用户了解并使用自己的产品,是金蝶公司的当务之急。金蝶公司为了抓紧战略时机,扩大自身规模,实现规模化、产业化,1997 年前后,在国内先后设立了 20 家分支机构。自 1993 年金蝶公司成立以来,其营业收入和利润等主要经济指标以每年 300% 的速度增长。随着规模的扩大,仅仅靠金蝶公司自身的积累已不能实现金蝶的战略需要和可持续增长,金蝶公司必须实现依靠资本市场来完成高效率的积累。

从 1993 年到 1998 年的 5 年中,金蝶公司数次主动向银行申请,也有银行几次上门来洽谈,最终却只获得 80 万元贷款,原因就在于没有足够的资产作抵押,也缺乏担保,因为此时金蝶公司只有区区 500 万元固定资产。事实证明,金蝶公司向银行贷款这条路走不通。

资金欠缺成为高速成长期金蝶发展的桎梏。而此时,集出版、信息网络、展览、市场研究和咨询为一体的世界最大的信息服务商美国 IDG(国际数据集团)所属广州太平洋技术创业投资基金正在广深两地寻找投资项目。通过深圳市科技局,IDG 广州太平洋技术创业投资基金总经理王树了解到金蝶公司的基本情况,就对金蝶公司进行登门造访。作为金蝶公司来说,IDG 广州太平洋技术创业投资基金的介入时机正是时候。短短 3 个月闪电般的接触,双方就达成了合作协议,广东太平洋技术创业有限公司向金蝶公司投资 2,000 万元人民币,以支持该公司的科研开发和国际性市场开拓工作。

1998 年 4 月,IDG 履行合作协议以参股形式首次向深圳金蝶投资 1,000 万元人民币,获得深圳金蝶 12.5% 股权,IDG 成为金蝶公司的股东之一,享有股东的权利,但对金蝶公司不控股,不参与经营,只是通过不断地做一些有益的辅助工作,如介绍和引进专家做报告、开研讨会、帮助企业做决策咨询、提供开发方向的建议等方式来施加影响。但是在这看似宽松的合作之下,风险投资带给金蝶公司的风险意识和发展压力陡然增加。因为按照金蝶公司与 IDG 的合作协议,金蝶公司必须在获得第一笔投资后的一年间,达到双方规定的目标,即在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997 年的基础上,1998 年取得 200% 增长,才有资格获得 IDG 的第二笔 1,000 万元的投资。正是这种风险压力,使金蝶发生了深刻的变化:在公司战略的制定上,金蝶提出了跨入国际管理软件十强之列的宏伟战略目标;在迫于 IDG 提出的一定收入和利润增长目标的压力下,金蝶从只重视软件开发到关注市场占有率,分支机构由 21 家猛增到 52 家,代理商达到 360 家,员工从 300 人增加到 800 人,销售额增长了 200%,1998 年销售额约为 1.5 亿元。1999 年,IDG 再次追加 1,000 万人民币,使得其在深圳金蝶的股权增至 25%。

IDG 不仅仅是给金蝶带来了 2,000 万的投资,还通过帮助金蝶公司与国际大公司进行交流,把国外一些全新的观念带给了金蝶,使金蝶走上了一条通向国际化的道路。同时,金蝶可借助 IDG 集团的商业资源,与毗邻的香港优势互补,从而进一步拓展金蝶产品的国际性销售渠道,使金蝶公司在成为国际性的财务软件公司的成长中更上一层楼。

2001 年,金蝶国际在香港创业板正式上市后,IDGVC 持有上市公司 20% 左右的股权。2001 年底,IDG 依然持有金蝶国际 19.3% 的股权,共 8,846 万股。上市第二年,IDG 开始首次大幅减持,至 2003 年初,IDG 持股比例已经低于 10%。而按金蝶 2002 年股价在 1.3 港元至 2 港元之间波动的情况,以 1.5 港元/股左右的价位估算,IDG 在 2002 年底至少回收了 6,300 万港元。而 IDG 余下的 10% 的金蝶国际股票,当年市值在 6,500 万港元左右。金蝶国际 2003 年实现营业额 3.65 亿元人民币,增长 45.3%。受一年来业绩波动,金蝶全年股票价格上升了 105%。IDG 再次有计划地从大股东之列大幅隐退,减持至4.1%。2003 年,IDG 套现约 5% 股权,约为 2200 万股,以每股 2.5 港元计算,IDG 当年至少套现 5,500 港元。2004 年 7 月,IDG 从金蝶国际撤出全部所有投资。至此,这个第一家进入中国市场的美国风险投资公司悄无声息地与金蝶正式“分手”。IDG 通过数次套现资金,回收累计高达 2 亿港元左右,相比当初投放的 2,000万元,投资回报率达到 10 倍。2005 年 7 月 20 日,金蝶国际软件集团有限公司(“金蝶国际”及其附属公司,以下统称“本集团”,股票代号:268)欣然宣布,撤销股份于香港联合交易所有限公司(“联交所”)创业板(“创业板”)的上市地位,正式于联交所主板成功上市。2006 年,金蝶国际在北京隆重发布彰显个性的“金蝶 ERP”,新标识通过结合企业名称的先天优势,将 E 字母通过正负形设计,表现出蝴蝶的形状,强调金蝶管理软件行业性质的同时,更体现了金蝶自身品牌的专属性与个性。与此同时,金蝶国际与中国门户网站搜狐 Sohu 合作,全力推出“金蝶个性化世界杯”,开展充满个性的体育营销,极大地提高了金蝶国际在行业内的品牌知名度和美誉度。2007 年,金蝶宣布全面进军电子商务



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

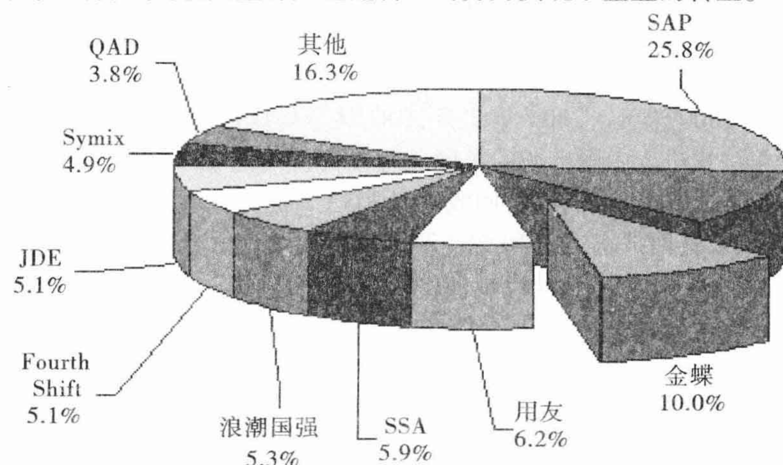


服务市场,这是 IBM 与金蝶结成全球战略合作伙伴后的首次战略发布。自此,金蝶也成为中国第一家宣布全面进军电子商务服务及企业 SaaS 服务市场的管理软件企业。截至 2007 年底,金蝶捐赠、税收等累计贡献社会价值超过 20 亿元;帮助近 200 家大专院校建立"金蝶 ERP 实验室",累计捐赠金蝶软件价值超过 10 亿元;金蝶为香港公益金捐赠港币 100 万元;为中欧工商管理学院创始教育基金捐赠人民币 50 万元;为杨纪琬奖学金捐赠人民币 30 万元;为贵州省威宁县所有教育机关订阅团中央教育杂志;在湖南沅江市成立"金蝶助学基金",目前已捐赠沅江金蝶希望小学 50 万元,捐赠沅江市第一中学现金 100 万元。

二、各方评述汇集

(一)CCID2000 年市场调查:金蝶以 10% 的市场份额稳坐国内 ERP 厂商头把交椅

在 CCID 发布的 2000 年中国软件市场分析报告中,金蝶在 ERP 市场排名中以 10% 的市场份额稳居第三,仅比位居第二的 ORACLE 落后 1.6 个百分点,不仅再次巩固了自己中国 ERP 领域三甲的地位,而且创造了最快的增长速度。也许这并不足以使金蝶人欣喜,对他们来说,最惬意的事情,是在 2000 年,金蝶真正平稳地拐进了 ERP 领域的快车道,总裁徐少春称,2000 年金蝶有十件大事,其中第一件大事,就是金蝶人通过自己的努力实现了企业的转型。



数据来源:CCID

图 24-2　金蝶市场份额图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金蝶真正在 ERP 领域显示出强劲的增长苗头是在 1999 年，其市场占有率由 1998 年的 2.7% 提升到了 4.4%，增长速度远远高于行业平均增长速度。金蝶并不是最早看到 ERP 在中国的前景的，这两年 ERP 的是是非非也使得很多一开始雄心勃勃欲进入这一领域的厂商最终变得畏首畏尾，而金蝶在这一领域的快速成长就显得尤为引人注目。

(二)《北京青年报》(2001 年 3 月)：金蝶上市启发中国软件业

从 2 月 5 日开始，徐少春一行就开始了路演征程，从香港到新加坡，再从新加坡到伦敦，最后从伦敦回到香港，总行程超过 25000 公里。尽管金蝶老总徐少春认为，现在上市时机很适宜，“因为一年之计在于春”，在路演时表现还很不错，而且从长远考虑，上市绝对有利。但许多业界专家包括金蝶的投资人都认为，此时并不是最佳上市时机。

香港创业板在推出之后不久，就遭遇网络神话的破灭和美国 NASDAQ 等世界主要二板市场的持续走低，加之香港创业板最初的定位和最早上市交易的公司数量少等因素，导致香港创业板曾经一度地低迷，甚至有人开始怀疑其以后的生存发展。中国证监委的有关人士称，即使在接下来的修订上市规则、加快市场扩容的步伐等种种完善的努力，又重新树立了投资者的信心，目前上市时机并不很好。

金蝶的最大单一股东、广州太平洋技术创业公司的总经理王树在接受本报记者的采访时，从两个方面阐述了自己对此次上市的看法。首先，他肯定了这是一件好事情，无论是对金蝶也好，还是对太平洋技术创业公司也好。“我们在中国搞了这么多年的投资，现在拥有这么多的项目，但是上市的情况却并不理想(即风险投资并没有退出)。虽然搜狐公司 IDG 有一些投资，但不是很多，而且目前搜狐的股价更是不尽如人意。应该说，在这方面(投资回报)还没有什么突破。而此次金蝶上市则可以算作一个突破，可以说这是一个好的开端。”

同样，对金蝶来说，也是一个好的开端。“可以说，当年金蝶吸收风险投资算做公司发展的一个里程碑，现在上市也算做一个里程碑。上市募集的资金，对公司未来的进一步发展壮大，将起着不可估量的作用，对公司的规范化运作、管理的提升以及国际化，都有好处。”

这位 1998 年就向金蝶投入 2,000 万元人民币的投资人认为，目前的时机并不是很好，整个市场低迷，整个大情况也不好。“公司上市后，其价值能否真正表现出来，还不好说，还要看整个市场情况。然而我们的工作已经做到了这一步，也是不得不发的了。如果要是在去年的 2 月份上市，情况可能就完全不同了。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



据了解，为了上市，早在1999年2月，金蝶就对其公司资产、股本结构进行了脱胎换骨式的大调整。调整之后金蝶科技软件公司更名为金蝶国际软件集团，其业务由四部分组成：企业管理及电子商务软件、ASP运营平台、应用服务器以及技术服务与支持，下设金蝶软件科技(深圳)有限公司和APUSIC软件有限公司。在香港创业板市场放后，决定在香港上市。

"实际上，金蝶当初一门心思要在国内A股上市。"金蝶的老总徐少春曾经不止一次地告诉记者。时间可以追溯到1997年，成立不到5年的金蝶公司就感到要发展壮大，单单依靠自身的滚动积累还无法实现。于是年轻的创业者们开始酝酿上市，并瞄准国内A股市场。然而现实情况是，国内主板市场的苛刻条件，对以软件为主营业务的金蝶来说，一时间绝对难望其项背。但是1998年徐少春率先选择了国际风险资金的行动，为其进一步融资带来新的希望，他和他的投资伙伴一起把目光从中国内地转向更为广阔的市场。

像金蝶公司一样，国内众多等待腾飞的软件企业也早早开始了上市之路，这包括金蝶的老对手、中国财务软件霸主用友公司。

那些成功融资的软件企业的确是获得了长足的进步。那么，有了资金投入，是不是就意味着万事无忧呢？一位专业人士认为，资金并不是软件企业发展的最大障碍，只能说是软件企业发展的一个瓶颈。金蝶公司总裁助理黄宇龙也认为，中国目前绝大多数的软件企业缺乏可持续发展的资金是普遍现象，在产品和市场上，国内软件企业和国外软件企业之间又存在着许多竞争关系，特别是市场活动和广告投入上，国内软件企业显得相形见绌，而市场竞争又日趋白热化，在这种"心态"下，资金问题就显得特别的突出，但融资并不能一俊遮百丑。而徐少春认为，未来公司最大的挑战是人才的培养和企业的管理，"而这也是8年来金蝶成功的秘密"。

因此，融资并非是包治百病的神药，不能一味夸大融资对软件企业发展所起到的作用。中国软件企业的发展尚处在初级阶段，在这一阶段，对于软件企业的发展而言，主要的障碍可能有：产权体制问题、内部管理问题、战略定位和实施错位问题、人才管理问题、盗版问题，或者就是资金不足问题。而且，上市之后企业将面临更为严格的财务审核与更为规范的管理，所以，有关专家还劝告中国软件企业，到海外上市千万不要急躁。

(三)《北京现代商报》(2005年7月)：金蝶今起破茧高飞，转板成就资本拐点

金蝶国际今天将褪去缠裹4年之久的创业板之茧，展翅飞向主板的怀抱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主帅徐少春和他的金蝶缔造者们，也将由此踏上新的资本列车，借主板的力量，成就金蝶新的资本拐点。

今天，金蝶国际将以介绍的形式正式在香港主板挂牌交易，其主板股票编号为0268.HK。继去年TOM科技转板之后，金蝶国际为又一家转板成功的科技股。

昨天在创业板的最后一个交易日，金蝶国际的表现波澜不惊，早间低开，随后股价慢慢上扬，最终收于1.81元，以不涨不跌的姿态完成了在创业板的最后一舞。昨天收市后，金蝶国际被标普港交所创业板指数剔除，标志着它正式告别创业板。

金蝶国际于2001年2月在香港创业板上市，2005年6月，取得批准于主板上市的通知，2005年7月11日，股东大会通过决议，撤销创业板股份，以介绍的方式于今天在香港主板正式上市。

相对于创业板，主板对于公司的资质要求更高。业内律师介绍，按照香港联交所的规定，创业板上市公司需符合至少三项条件才可申请转至主板上市：一是连续3年的盈利记录，过去3年的纯利总额达5,000万港元，其中最近一年的净利润超过2,000万港元，之前两年的累计净利润至少达到3,000万港元；二是发行时市值不能少于2亿港元；三是公众股流通量达到5,000万港元并占已发行股本的25%。

公开资料显示，在登陆创业板后的4年当中，金蝶盈利收入增长2.7倍，税后利润增长了2.5倍，每股盈利增长了1.9倍，每年营业收入平均增长速度达28.25%，利润平均增长速度则达到27.74%。2004年，金蝶国际的营业额为4.46亿元，最新的业绩报告显示，金蝶国际的营业额为1.06亿元，净利润993.7万元。

金蝶国际集团副总裁章勇透露，早在香港创业板上市的第二年，金蝶就已达到主板上市的指标。徐少春似乎并不急于发新股圈钱。按香港联交所规定，上市公司从其股票在主板市场开始交易之日起的12个月内，不能进行任何可能对其主营业务基本层面造成变动的收购或股权出售交易，在主板上市后6个月内不能配售新股，但金蝶目前已获得了豁免权。但徐少春仍表示，暂时不会考虑发行新股。他说，金蝶如果要投资并购其他公司，可以发新股作为代价来实现收购。

（四）《华夏时报》（2007年6月）：IBM与雷曼助力金蝶国际化

中国ERP市场正处在一个发展良好的时期，光大证券5月26日发布的《软件计算机服务行业月报》中提到，2007年第一季度，中国ERP市场整体规模达



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到10.11亿元人民币,同比增长1.11%。今年第一季度,中国ERP市场份额前三名的企业用友、SAP、金蝶一共占据了市场总额的49.2%,而金蝶排在末位,占13.1%,除却国际办公软件巨头SPA不说,金蝶的中国“夙敌”用友则依然以23.8%高居榜首。在这样一个时期,外资积极进入是不难理解的事情,但为什么IBM和雷曼兄弟选择的会是金蝶呢?金蝶董事会主席徐少春用了“缘分”二字,IBM大中华区副总裁吴宝淳则表示“主要是个巧合”,强调IBM和金蝶“有很多的共同点,在文化上面也很相同”,恭维合作伙伴金蝶“在徐总的领导下非常有远见,所以我们一步一步都非常吻合”。

本书点评

用缘分这个词太含糊了,说明管理者的低调、务实。干净、清晰的财务报表是基础。要换成一般的在内地上市的软件公司早就吹炸了,强强联合天天挂在嘴上,股价会像爬楼梯一样连续涨停飙升。

IT技术评论专家吕本富则分析说,外资进入中国企业,大多是和该行业的老二或者老三合作,这是一个规律,因为要想打入行业老大的内部并不是一件容易的事。具体到本次合作,吕本富表示“这次也不会例外”。但另有分析称,由于雷曼兄弟是全球著名的投资银行,这样做不排除金蝶是为将来在美国上市做准备。

金蝶董事长北京发布会后与网友交流中,多次强调“资本国际化是中国企业国际化的一条捷径”。数据显示,在现股权结构中,金蝶国际的“主要股东”越发国际化和简明:徐少春占32.35%;欧洲基金Ward Ferry和Matthews Capital分别占5%;IBM和雷曼兄弟共占7.7%;赵勇(金蝶非执行董事)占3.35%。

外界不会忽略这样一个交易细节:IBM与雷曼兄弟此次购入金蝶国际的3500万股股权,其平均每股的交易成本仅为3.77港元。以此与金蝶国际5月30日的市场价格7元港币比较,其折价率达到了46%。从此可以看出,金蝶引进战略投资者主要是考虑战略发展,而非单纯的财务融资。作为一个全球最大的IT服务和软件的公司,IBM丰富的企业IT服务的经验、庞大的全球的网络、先进的软件技术,都可以成为金蝶向国际市场拓展中的有利基础。

本书点评

虽然雷曼倒闭了,但不得不承认,雷曼在资产投资与管理方面仍是伟大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业。它倒闭的原因是在金融衍生品上玩火自焚，还有就是它太不走运了，比它捅更大娄子的 AIG 也没有倒下。雷曼成了全世界金融巨头的牺牲品，因为自它倒下后，无论捅多大的娄子，再也没有巨头倒下。

但 IBM 和雷曼真的会甘心做中国企业走向世界的踏板吗？IBM 大中华区副总裁吴宝淳正式说明："这个资金主要的目的是做一个战略投资者，战略投资者并不是争取控股，我们也不是一个并购的资金。"但客观事实上，IBM 和雷曼与中国发展迅猛的金蝶合作，成功地占据中国 ERP 市场的份额。关于这次和金蝶的合作，吴宝淳话里有话地说"将来按照市场的发展，我们再看将来的机会是怎么样的"。也许合作的双方都有自己的如意算盘。

本书点评

IBM 卖掉电脑，让联想接收，就是要专心做服务业。说明 IBM 的转型是成功的，这次金融危机我们听说 IBM、思科、微软有危机吗？这才是美国的经济增长模式，下一轮经济起飞还是以美国为中心，我们国内有些媒体对通用汽车的倒闭大肆报道是短视行为，汽车业在美国的存在是选票政治的需要，带动就业的需要。要知道美国三大汽车的工人收入比日本在美国的汽车工人收入多近 30%，是典型的吃饭工业，本身就不具备竞争力。美国的汽车业比我们的国企还国企。

（五）《21 世纪经济报道》（2004 年 10 月）：金蝶香港转板冲动

金蝶软件发布"建议以介绍方式于香港联合交易所主板上市及建议自愿撤销于香港联交所创业板上市"公告。公告称，金蝶软件建议上市保荐人星展亚洲融资有限公司，于当日向香港联交所提交有关建议上市排期表格，公司将在联交所批准上市申请后召开特别股东大会。经历了一年多"转道 A 股"传言后，徐少春继续选择香港钱："从公司的角度来看，这是一个自然而然的事情。"徐向记者重复他的老话，"香港是全球前 8 大国际资本市场之一，和我们的国际化战略非常一致。" 此时，转板之风在香港创业板正席卷而至。8 月 4 日，TOM. COM 集团辞别创业板，成功登陆香港主板，成为创业板中第十家成功转板公司，除此之外，另有长江生命科技、凤凰卫视、香港网等公司也在转板日程上疾速狂奔。"金蝶只是香港创业板迎来送往中的一个，有人走了，还会有新公司进来，我们还是很感谢创业板。"金蝶副总裁、CFO 罗明星说。金蝶转板之心埋伏已久。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"2003 年就有朋友说我们应该转板。"罗明星说。其实金蝶的业绩早已是转板征候:金蝶公告中称,金蝶自 2001 年 12 月 31 日上市以来,"业绩记录已符合主板上市规则之最低溢利规定",公司每年的营业额增长都在 20% 以上。2002 年,金蝶净利润将近 4,000 万元人民币,2003 年净利润达到了5,913万元人民币。按照香港联交所创业板企业转主板的规定,金蝶在上市的第二年已达到了这些指标。"转板是一个复杂的程序,理论来讲,是在主板的重新上市。"徐少春说,在香港联交所批复之前,不能确定最终主板交易时间,"我们只能说尽可能努力,多做沟通。"

而按照香港联交所相关规定,转主板上市必须经历两个步骤:一、提出自愿撤销股份在创业板的上市地位,及以介绍的方式(By way of introduction)在主板上市申请;二、召开股东大会获股东批准该决议,至少提前 3 个月向股东发出退市通知,通知期限从股东大会批准自愿退市之日开始。另外,在满足以下条件后,允许将退市的股东通知期限缩短到 5 个工作日:转板以介绍的方式进行(By way of introduction),不包括任何筹资活动;发行公司在联交所上市的证券之交易单位、股票凭证、股票登记代理,以及转换后股票之交易币种无任何变化;事先获得股东就缩短通知期限的批准;没有其他原因使得联交所认为缩短通知期限并不可行。

国泰君安分析师连凯分析,TOM. COM 申请转板条件与金蝶相似,其今年 6 月 29 日提出申请,至最终转牌时间为 8 月 4 日,历时不足 2 个月,预计金蝶将于 12 月前后实现转板。

按香港联交所规定,主板新上市公司从其股票在主板市场开始交易之日起的 12 个月内,"不能进行任何可能对其主营业务基本层面造成变动的收购或股权出售之交易","在主板上市后 6 个月内不能配售新股"。连凯认为,这并不代表金蝶在转板后 12 个月之内不能进行涉及并购等层面的资本运作,他说,"不能进行的收购或股权出售之交易"的前提是"可能对其主营业务基本层面造成变动",金蝶主营业务为软件产业,相当数量成交活跃的公司,在转板的诱惑中蠢蠢欲动,金蝶只是转板大军中的一支。

据统计,金蝶在创业板 199 家公司中其市值排名,以及成交最活跃排名中分获第 16 位和第 11 位。根据香港联交所提供数据,香港创业板 2000 年推出到现在,挂牌上市的公司由第一年的 54 家发展到 199 家,但市值只从 673 亿港元增加到 727 亿港元,上市公司数量的增长并未能转化为总市值的增长;而香港主板市场及创业板市场于 2003 年的每日平均成交额分别为港币 230 亿元及港币 2.3 亿元,主板市场的成交金额明显比创业板市场高,而且参与的机构投资者及散户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也较多。记者从已转板9家公司数据看，其中五家公司的股价在转板后出现下跌或无起伏，以此印证，徐少春表示，“创业板或主板并不是股票价格与成交量大小的必然前提。股价表现长期来看取决于企业的业绩。投资者，特别是机构投资者，总体来说，看的是公司，而不是看在哪个板块上市。”徐反复强调，金蝶选择创业板抑或主板皆为“顺势而为”，要保持持续的高增长，才是企业第一要义。

（六）《深圳特区报》（2009年3月）：“三驾马车”拉动金蝶转型

金融危机中，“瘦身”俨然成为企业过“冬”的流行选择，不过，有的企业却反其道而行，趁着市场低迷加速扩张，逆风飞扬。

金蝶已顺利并购深圳市商祺软件技术有限公司。“金融危机对任何行业都是一次洗牌，行业整合无疑会加快进行，金蝶在今年会不断发布有关并购的消息。”徐少春如是说。金融危机是一场大体检，对于这场呼啸而来的金融危机，金蝶比很多国内企业更早嗅到“危机味道”。去年9月，雷曼兄弟投资银行申请破产，受其投资的金蝶一下子也成为关注焦点，询问情况的电话蜂拥而来。对此，徐少春非常淡定，他说：“是雷曼兄弟集团投资金蝶，并不是金蝶投资雷曼兄弟，所以金蝶并没有因为雷曼兄弟的破产而受到影响，而且雷曼只持有我们3%左右的股份，量非常少。到现在为止，我们还未接到任何此部分股份被接管的通知。”说到此处，徐少春笑了，他扶扶眼镜，接着说：“其实，我们也很想知道雷曼这部分股份到谁手上了，因为我们现在正在回购金蝶的股票。”

本书点评

真有趣！我们内地的软件上市公司还在千方百计地想再融资，而金蝶却回购股份。国内各级政府都把软件外包作为当地新经济的增长点，于是乎软件园如洪水泛滥，其实就是变相的、披着科技外衣的房地产。美国就一个硅谷，中国像样点的城市，都有软件园。有的城市还不止一个软件园，口号都一样。

翻看金蝶40多家分公司的成绩单，不难发现，金融危机对金蝶也有影响。徐少春一下子指出了东莞和佛山两家分公司，他说：“去年只有这两家分公司是负增长，因为这两地的工厂都是两头在外，金融危机一来，采购和订单都被卡死，工厂很难做，一下子倒掉了很多。”

不过，金蝶在去年的业绩仍是可圈可点，整体仍呈向上增长的良好态势，用



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



徐少春的话来讲，是功底深厚，他说："经过15年的发展，金蝶已经像一棵树，根深叶茂，60多万的庞大客户群就是我们的根。"

因为要出财报的原因，徐少春没有透露具体的利润指标，他只是概述了金蝶"三驾马车"——ERP、中间件和友商网的营业收入，ERP市场增长了20%左右，中间件则是大增50%，友商网因为是新成立的，基数小，增幅更为可观。

金蝶业绩持续向好，让徐少春对金融危机的乐观判断有了更多底气。他认为，金融危机是对中国企业一次大体检。"过去30年，中国企业主要靠低成本竞争，没有遇到过太大的困难，现在寒冬来临，对中国企业不完全是坏事，它是一次体验，一次检查自身问题的好机会，镜子一照，就知道原来有什么问题，哪些地方需要加强，"徐少春说，"一直以来中国企业都在求发展，没有重视基础管理，现在危机来临，它反而能帮助中国企业发现自身的危机，进一步推动中国企业的技术创新及管理创新。"金蝶应对危机的解决之道则有很多，危机面前，他们是多管齐下。并购则是金蝶在应对金融危机中的"进攻牌"，并购商祺软件，揭开了2009年金蝶实现新行业扩张战略的序幕。金蝶集团有关负责人表示，此次整合商祺软件团队，是金蝶一项长期的行业战略投资，预示着金蝶将在快速成长的零售连锁行业信息化市场提供更高服务价值。徐少春表示，今年会抓住行业整合的机会进行多项并购。此前，金蝶已先后并购过北京开思、新亚赛邦（香港）、深圳歌利来、宏景科技等多家企业，并借并购之机完善自身产品线，引进了大量专业人才，推动公司获得了更快发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十五章　劲霸电池

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

金霸王国际公司(国际名为劲霸电池,Duracell)是世界上制造和销售高效碱性电池的领先企业。"金霸王"是世界上最知名卓越的消费品品牌之一。对于世界各地的人们来说,"金霸王"这个品牌代表了高品质的电池产品和不断创新、进取的销售理念。金霸王碱性电池以其"卓越品质,持久电力"的出众品质行销全球近百个国家和地区。同时金霸王公司还生产和销售锂电池,用于大功率电子产品(如摄像机、手提电脑和移动电话等)的镍氢充电电池以及其他一系列特殊电池。

该企业品牌在世界品牌实验室(World Brand Lab)编制的2006年度《世界品牌500强》排行榜中名列第141位。

1925年,Philip Rogers Mallory结识了Samual Ruter博士,两人合作创立R. R. Mallory公司,进入电池行业。1964年,在美国正式注册使用"DURACELL"商标,1993年,进入中国市场并采用中文商标"金霸王"。1996年,金霸王公司正式与吉列公司合并。

表25-1　与吉列合并时的主要财务指标

	1996年 第3季度	1996年	1995年
净利润率	11.04%	10.69%	10.95%
营运利润率	19.00%	19.44%	19.39%
息税折旧前利润率	—	23.68%	23.60%
平均资产回报率	9.54%	9.51%	9.75%
平均股权回报率	18.56%	18.35%	18.80%
员工	9,600	—	—



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)历史沿革

1987 年末,劲霸电池的总裁鲍伯·坎德得知克拉福特要将公司卖给柯达和吉列等战略性买主,为了掌握自己企业的命运,他向 KKR 等潜在金融买家咨询 MBO 的可能性。经过与众多买家长达 5 个月的角逐,KKR 在 1988 年 5 月得到了劲霸电池。当时的分析普遍认为,劲霸的总值超不过 12 亿美元,但 KKR 出价 18 亿美元,至少高出竞争对手 5 亿美元。

1991 年 5 月,劲霸电池发行 3450 万股票,IPO 的价格是 15 美元。上市之后,KKR 通过出售部分股份,成功收回了它投在公司的 3.5 亿美元资本金。1993 年和 1995 年,劲霸又进行了二次配售股票,并进行了两次分红。到 1996 年,KKR 在劲霸电池的投资收益达到 13 亿美元,偿清了收购劲霸时借贷的 6 亿美元债务。

1996 年 9 月,KKR 通过换股把劲霸电池卖给了吉列公司,到 2000 年 9 月为止,KKR 及周围的投资商总共从劲霸电池的收购交易中得到了 23 亿美元现金和价值 15 亿美元股票。

二、各方观点

(一)《新财富》(2007 年 9 月 18 日):最完美的收购

与轰轰烈烈开始、最终却成绩平平的 RJR 世纪大收购相比,仅比它早半年发生的劲霸电池(Duracell)收购虽然过程平淡,却是 KKR 完成的最完美案例。

早在收购前,劲霸电池的业务非常突出,管理层也十分不错。公司唯一的发展瓶颈是规模太小——它仅仅是食品加工巨头克拉福特下属的一个事业部,而且与总公司的业务风马牛不相及。

KKR 的收购方案也十分有利于劲霸电池的管理层。公司的 35 位高级管理人员共投入 630 万美元购买股份(其中鲍伯·坎德投入 100 万美元),而 KKR 给每一股股份分配 5 份股票期权,这样,管理层总共拥有公司 9.85% 的股权。

劲霸电池的管理层果然没有辜负 KKR 的期望。在收购完成后的第一年,公司的现金流就提高了 50%,并以每年 17% 的速度增长。如此高速增长的现金流,让公司很快偿还了收购产生的债务。KKR 还果断支持了经理层扩张企业的愿望,把总裁坎德的资本投资权限从收购前的 25 万美元提高到 500 万美元的水平,并把管理下级经理报酬的权力完全交给了他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劲霸的管理层赚了大钱，到1996年劲霸再出售时，当年的35名经理的持股价值翻了11倍。劲霸的坎德早在1994年底就自动退休了，靠着丰厚的回报，到酿酒业去进行第二次创业了。

(二)《计世网》(2007年10月31日)：业界典范

早在并购案发生前，金顶电池的业务非常突出。金顶电池发展瓶颈是由于规模太小，同时也是一家食品加工公司克拉福特的一个事业部门，而且金顶电池与总公司食品业务并无关联性。

1987年金顶电池的CEO得知总公司要将金顶电池卖给柯达和吉列等公司，金顶电池的CEO希望继续掌握企业的经营，向KKR等潜在金融买家咨询并购的可能性。经过与多方买家长达五个月的周旋，KKR在1988年并购金顶电池。根据当时的分析，金顶电池的市价总值约为12亿美元，但KKR以18亿美元取得该公司的股权与经营权。

KKR的并购条件十分有利于金顶电池公司的管理阶层。金顶电池的35位高级管理人员共取得630万美元购买公司股份，而KKR以每一股分配五股的股票选择权，让金顶电池管理层共拥有公司9.85%的股权。

金顶电池在原有经营团队的努力下，在并购完成后的第一年，公司的现金流就提高了50%，并以每年17%的速度继续成长。如此高速成长的现金流量，让金顶电池很快偿还了由并购所产生的债务。KKR还支持管理阶层继续扩张企业规模，将CEO的资本投资权限，从并购前的25万美元提高到500万美元。

1991年金顶电池上市，发行3,450万股票，首次公开发行(IPO)的价格是15美元。上市之后，KKR通过出售部分股份，收回投在金顶电池的3.5亿美元资本。1993年和1995年，金顶电池进行了二次配售股票，并两次分红。1996年，KKR在金顶电池的投资收益达到13亿美元，偿清并购金顶电池时的6亿美元债务。同年，KKR通过换股把金顶电池卖给吉列公司，到2000年，KKR及相关的投资商总共从金顶电池的并购交易中得到了23亿美元现金和价值15亿美元股票，获利相当丰硕。

(三)《经济导刊》(2008年)：玩转杠杆并购，收益颇丰

在克拉维斯和罗伯茨两人办公室的墙上，悬挂着一幅同样的挂图，上面密密麻麻地印满了许多公司徽标——西芙韦、金霸王、纳贝斯克、碧翠丝……挂图是J.P.摩根大通银行一位杰出银行家赠送的礼物，这幅画记录了KKR参与华



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尔街若干公司并购交易的辉煌历史，也见证了克拉维斯兄弟将 KKR 由小带大的不凡过程。

1983 年，KKR 创建了公司成立 6 年来一个最大的股权投资基金，而且在不到半年的时间内就募集到 10 亿美元的资金。

接下来就是演绎以小搏大——杠杆并购的奇迹。的确，克拉维斯兄弟并不是杠杆收购的发明者，但他们绝对是这种市场力量的最大成就者。资料表明，作为国际上最著名的杠杆收购公司，KKR 已主持或支持了全球历史上最有影响力的 10 大杠杆收购活动中的六项。

杠杆收购的做法是：由众多有限合伙人出资成立、主导收购企业管理集合资金，并采取“现金 + 承债”等方式对目标企业进行收购，然后对被收购企业进行重组和整合，削减成本、降低债务，待经营业绩有实质性改观时，再将目标公司 IPO 或其他退出机制出售股份，为基金的有限合伙人提供流动资金和投资回报。

在克拉维斯兄弟发起的杠杆并购记录中，收购烟草巨头 RJR 纳贝斯科是最为惊心动魄的一幕。当时参与竞购的阵营中，除 RJR 纳贝斯科公司的部分管理层外，还有美国运通、所罗门兄弟、摩根士丹利、高盛等华尔街超级巨头，但最终 KKR 动用了高达 310 亿美元的巨资将纳贝斯科收归旗下。这桩当时全球历史上最大的一笔并购活动，不仅为 KKR 带去了近 2 亿美元的服务费，从此 KKR 的知名度为全世界所瞩目。更令人佩服的是，由于在收购中公司发行了大量垃圾债券进行融资，并承诺在未来用出售被收购公司资产的办法来偿还债务，在这次收购中，KKR 实际使用的现金还不到 20 亿美元，展现出了前所未有的贪婪和狡猾的技巧，由此克拉维斯兄弟被冠上了“野蛮人”的称号。

杠杆收购的最大阻力往往来源于目标企业的管理层和股东。对此，克拉维斯兄弟表现出了其他企业所有者所没有的慷慨。在收购劲霸电池的过程中，该企业 35 位经理共投入 630 万美元购买股份，而 KKR 给每一股分配 5 份股票期权，这让他们拥有公司 9.85% 的股权，从而大大出乎管理层的意料，最终 KKR 击败所有竞购对手将劲霸揽入怀抱。同样，为了将世界著名的接插件制造商安费诺公司收归麾下，克拉维斯兄弟在收购方案中付出了高昂的代价。

投桃报李。克拉维斯兄弟的良苦用心为自己赢得了不错的人气，也使得他们在今后的并购之中顺风顺水。仅今年以来，KKR 就完成了大量并购，斥资 69 亿美元收购美国著名连锁零售商达乐公司，成就了美国零售公司最大的收购纪录；投资 290 亿美元收购信用卡和电子支付服务商第一数据，创下该行业史前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆收购的最高纪录；出价445亿美元收购德州公用事业公司，创下私募股权基金单笔交易投资的全新纪录。

当然，在各种利益的比较中，KKR无疑是最大的赢家。以收购劲霸电池为例，在劲霸成功IPO的5年之后，KKR就将劲霸卖给了吉列公司，从中获得了高达72亿美元的股权收益，而且在交易结束时，KKR仍拥有劲霸34%的股权。同样，在对收购公司安费诺进行资本重组的4年时间内，安费诺就付给KKR咨询服务费340万美元，而在KKR出售安费诺的全部A股后，竟然产生了高达近80亿美元的红利。

本书点评

劲霸电池领先的技术，前瞻性的定位于大功率电池，伴随着消费电子产品的庞大市场而迅速发展，KKR的收购方案也堪称完美，各方均达到了利益最大化。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二十六章　科大讯飞:风险资本陪伴下成长

一、案例介绍

(一)科大讯飞公司简介

安徽科大讯飞信息科技股份有限公司,是一家专业从事智能语音及语言技术研究、软件及芯片产品开发、语音信息服务及电子政务系统集成的国家级骨干软件企业。它是我国众多软件企业中为数极少掌握核心技术并拥有自主知识产权的企业之一,其智能语音核心技术代表了世界的最高水平。2008 年,科大讯飞在深圳证券交易所挂牌上市,股票代码:002230。

科大讯飞成立于 1999 年,主要股东包括:中国科学技术大学科技实业总公司、上海广信、联想投资、盈富泰克等。是我国产业化实体中,在语音技术领域中基础研究时间最长、资产规模最大、历届评测成绩最好、专业人才最多及市场占有率最高的公司。

科大讯飞作为中国最大的智能语音技术提供商,在智能语音技术领域有着长期的研究积累,并在中文语音合成、语音识别、口语评测等多项技术上拥有国际领先的成果。科大讯飞是我国唯一以语音技术为产业化方向的"国家 863 计划成果产业化基地"、"国家规划布局内重点软件企业"、"国家火炬计划重点高新技术企业"、"国家高技术产业化示范工程",并被信息产业部确定为中文语音交互技术标准工作组组长单位,牵头制定中文语音技术标准。2003 年,科大讯飞获迄今中国语音产业唯一的"国家科技进步奖(二等)",2005 年获中国信息产业自主创新最高荣誉"信息产业重大技术发明奖"。2006 年、2007 年、2008 年连续三届英文语音合成国际大赛(Blizzard Challenge)荣获第一名。2008 年获国际说话人识别评测大赛桂冠。

基于拥有自主知识产权的世界领先智能语音技术,科大讯飞已推出从大型电信级应用到小型嵌入式应用,从电信、金融等行业到企业和家庭用户,从 PC 到手机到 MP3/MP4/PMP 和玩具,能够满足不同应用环境的多种产品。科大讯飞占有中文语音技术市场 60% 以上市场份额,语音合成产品市场份额达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70%以上,在电信、金融、电力、社保等主流行业的份额更达80%以上,开发伙伴超过500家,以讯飞为核心的中文语音产业链已初具规模。科大讯飞在语音技术核心研究和产业化方面的突出成绩,引起了社会各界的广泛关注,吴邦国、贾庆林、李长春、习近平、贺国强等多位党和国家领导人都曾亲临科大讯飞视察,对科大讯飞做出的创新工作均给予充分肯定。国家各行业部委和权威机构,也已经初步形成了科大讯飞"中文语音产业国家队"的基本共识。

科大讯飞目前有四个控股子公司。具体控股情况如下表:

表 26-1 科大讯飞的控股子公司

关联方名称	关联关系	所占权益(万元)	比例(%)	是否控股
安徽微讯软件技术有限公司	控股子公司	500	100	是
合肥讯飞数码科技有限公司	控股子公司	1000	100	是
安徽讯飞智元信息科技有限公司	控股子公司	750	75	是
北京中科大讯飞信息科技有限公司	控股子公司	200	100	是

根据科大讯飞发布业绩快报可知:2008年公司实现营业总收入2.57亿元,同比增加25.1%;净利润7,031.08万元,同比增长31.43%。公司称,2008年公司经营指标保持稳健发展,主要得益于公司嵌入式软件产品、语音搜索电信增值业务等快速增长,以及语音教学产品带来新的业务增长所致。近四年公司盈利情况如表所示:

表 26-2 公司近四年利润变动情况

单位:(万元)

项目	2008年度		2007年度		2006年度		金额
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	
利润总额	7,755.02	40.09%	5,535.68	48.65%	3,723.89	236.33%	1,107.21
净利润	7,031.08	31.43%	5,355.74	52.37%	3,514.88	253.93%	993.07

资料来源:2005-2007年数据由科大讯飞招股说明书中获得,2008年数据由公司发布的业绩快报中获得。

(二)科大讯飞公司发展沿革

第一阶段,讯飞有限在本地公司的资助下成立。科大讯飞的前身讯飞有限设立于1999年12月30日,是由安徽省信托投资公司(以下简称"安徽信托")、合肥永信信息产业股份有限公司(以下简称"合肥永信")、合肥美菱集团控股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有限公司(以下简称“美菱集团”)、中国科学技术大学科技实业总公司(以下简称“科大实业”)、安徽省经贸投资集团有限责任公司(以下简称“经贸投资”)以及刘庆峰等22位自然人股东出资设立。科大讯飞的前身讯飞有限设立时注册资本为6,000万元,其中信托投资、合肥永信、美菱集团、科大实业、经贸投资以及刘庆峰等22位自然人分别持有17%、17%、17%、9.8%、7.35%和31.85%的股权。讯飞有限设立时,其作为出资的无形资产占全部注册资本的44%,该出资方式及数额,依据国家科学技术部、国家工商行政管理局《关于以高新技术成果作价入股有关问题的通知》的规定,于2003年5月23日获得科学技术部政策法规与体制改革司的确认。

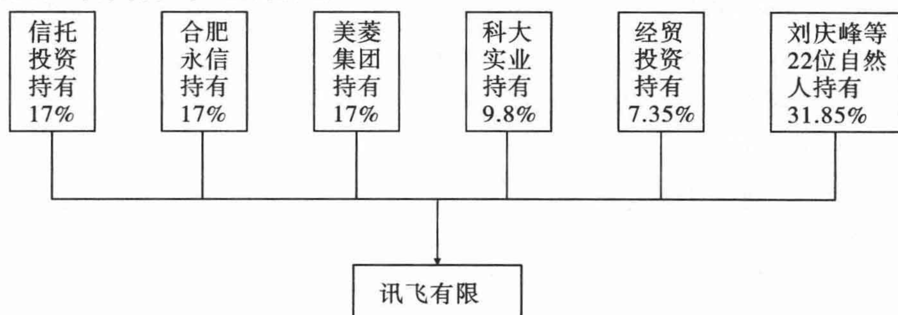


图26-1 讯飞有限股权结构

2000年11月30日,上海复星高科从讯飞有限3个大股东安徽信托、美菱集团、合肥永信那里分别受让股权,成为讯飞有限的最大股东。

第二阶段,引入风险资本。2001年,讯飞引进了联想投资、火炬高新技术产业投资有限公司两家有技术背景和管理水平、具有战略优势地位的投资机构及单位加盟。资本创新战略不仅解决了企业的资金问题,更重要的是带来了企业管理水平的提升和产权结构的优化,迅速提高了企业的产业层次,为企业长远发展奠定了基础。2001年8月,经确认,联想投资、火炬高新对讯飞有限分别投资2,533万元、633万元,折合注册资本800万元和200万元。至此,讯飞有限注册资本由6,000万元增加至7,000万元。联想投资入资是按其大略1.9亿的估值来算的。

2005年6月,复星高科将所持股份全部转让给上海广信科技发展有限公司。上海广信与复星高科均为同一实际控制人即“复星系”掌门人郭广昌控制的企业。

股份公司设立前,科大讯飞前身讯飞有限存在十次股权变动。

第三阶段,整体改制为股份有限公司,科大讯飞成立。2007年4月26日,讯飞有限以截止2006年12月31日经审计扣除应分配股利后的净资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

114,757,467.40元，折成8,036.6万股作为科大讯飞的总股本（折股比例为1:0.7），讯飞有限股东以其在讯飞有限的股权所对应的扣除应分配股利后净资产按1:0.7折成科大讯飞的股份。国务院国有资产监督管理委员会以《关于安徽科大讯飞信息科技股份有限公司国有股权管理有关问题的复函》（国资产权[2007]360号），批准了科大讯飞的国有股权管理方案。科大讯飞的股权设置和股本结构情况为：国有法人股646.8万股，占总股本的8.05%，由科大实业持有；社会法人股4,159.1万股，占总股本的51.75%，分别由上海广信、联想投资有限公司、合肥美菱股份有限公司、合肥群音信息投资管理有限公司、盈富泰克创业投资有限公司、正方实业投资发展有限公司、亿阳信通股份有限公司；个人股3,230.70万股，占总股本的40.20%，由刘庆峰等34位自然人持有。

第四阶段，科大讯飞在中小板成功发行上市。科大讯飞2008年5月12日登陆中小板，开盘价报28.21元，较发行价上涨122.83%，收于30.31元。科大讯飞上市后，前十大股东情况如下表：

表26－3　科大讯飞上市后十大股东持股情况

股东名称	持股数（股）	持股比例（%）	股份性质
1. 上海广信科技发展有限公司	14,190,000	13.240	流通受限股份
2. 联想投资有限公司	8,800,000	8.210	流通受限股份
3. 刘庆峰	7,613,375	7.100	流通受限股份
4. 合肥美菱股份有限公司	6,600,000	6.160	流通受限股份
5. 中科大资产经营有限责任公司	6,468,000	6.040	流通受限股份
6. 合肥群音信息投资管理有限公司	5,610,000	5.230	流通受限股份
7. 盈富泰克创业投资有限公司	5,049,000	4.710	流通受限股份
8. 王仁华	3,616,800	3.370	流通受限股份
9. 何新平	2,090,000	1.950	流通受限股份
10. 国投信托有限公司－国投光华精选证券投资资金信托	2,002,681	1.870	流通A股

二、各方评述汇集

（一）《安徽科技》（2006年第3期）：将创新深入到资本和法人治理结构层面

科大讯飞从成立之初的300万元，发展到今天成为注册资金7,306万元、



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市值2.4亿的国内著名软件企业，原始股东价值增加70余倍，被誉为中国IT界的一个奇迹。科大讯飞在资本增值的同时，通过引入联想投资、上海复星集团等股东的加盟，优化了企业产权结构，提升了企业经营管理水平，这其中资本创新起了重要作用。科大讯飞的资本创新策略是通过开放股权，既进行资金融通，又优化产权结构，从而最终达到提升讯飞语音产业层次的目的。为此，科大讯飞先后进行了两次融资：第一次融资为公司准备了初始的发展资金，科大讯飞通过领先的技术优势，引入了安徽省信托投资公司、合肥美菱集团控股有限公司等，完成了对语音产业的启动；第二次融资是开放股权，逐步引入战略投资者。2001年以来，科大讯飞引进了复星集团、联想投资、Intel等有技术背景和管理水平、并且在其领域具有战略优势地位的投资机构及单位加盟。通过资本的融合，使科大讯飞在资源、管理、渠道共享和市场合作等方面，可以充分利用这些股东所具备的战略优势，不仅使企业解决了资金问题，更重要的是带来了管理水平的提升和企业产权结构的优化，为企业长远发展做好了铺垫。

（二）《21世纪经济报道》（2008年5月）：科大讯飞12日登陆中小板，联想投资首单投资解密

为此，科大讯飞总裁刘庆峰等了7年，比俱乐部里所有其他人都要久。联想投资方面称，这是其成立后“按照正规流程”所投的第一个企业，当年的签约仪式是迄今为止柳传志参加过的唯一一个。

2001年6月6日，科大讯飞的前身讯飞有限股东会决定，联想投资对讯飞有限增资800万元/股，实际投入资金2,533万元。这几乎占到了科大讯飞两轮6000万投资的一半。而按照当时相关法律，投资有限企业只能采取净资产溢价的方式换取一定股权，而不能像传统VC（Venture Capital，风险投资，以下简称VC）那样，按一股多少钱进行购买。

对赌条款未必就好。“我们认为人机交互是未来发展的趋势。”而智能语音技术是人机交互的基础，国外比国内早10多年就开始大力开发这方面的技术。联想投资认为，在2001年之后的3年时间内，这个市场必然会大爆发。这成了其投资的重要依据。初涉VC领域的联想投资，还没有把对赌协议等保障自身利益的手段应用到科大讯飞身上。“如果当年签了对赌协议，恐怕今天联想投资持有的就不只是10%左右的股份了。”科大讯飞在2005年之前都是亏损的。了解当年投资情况的一位业内人士说，从这个角度看，联想投资当年投贵了。

塞翁失马，焉知非福。“投资条款”上的这个失误，却在留住核心团队上起了重要作用。2003年前后，陈浩认为是科大讯飞最困难的阶段。“产业爆炸期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并没有像我们预期的那样到来"，同时又要为技术上的重大突破加大投资。科大讯飞的团队信心在当时受到了很大冲击。在长期没有赢利的状况下，公司原有股东着急了。一些股东提出撤股，还有一些股东建议开拓"非主营业务"使公司自给自足。

在当时的投资环境下，"每一个机构投资人在董事会里都有一个席位"，不像今天董事会由机构投资人代表、管理层以及独立董事三方组成。"开会时，经常是十几个人相持不下"。如果还有和联想投资的对赌协议，科大讯飞可能还会雪上加霜。

联想投资"当时一家家地去拜访主要投资人"，说服他们暂时不卖股份、让科大讯飞坚持智能语音技术为其主营业务。实际上科大讯飞从成立一开始就是有收入的，"只是早期对技术、研发的投入所占的比重相对较大，因此收入无法覆盖成本而已。"王能光说，到了 2005 年，这一状况发生了逆转。

"我们的目的是整体利益最大化。"2005 年以前在科大讯飞担任董事的陈浩说。但其背后，是当时 VC 在国内退出渠道，"公司倒闭显然对投资人损失最大，但如果做起来了至少还会有人愿意接受。"业内人士分析说，联想投资在当时只能往前走。

而要走下去，维持团队的稳定性就是最重要的。也是基于这个想法，在此后的时间内联想投资"通过与其他股东协商"，使得管理团队控制的股份由原来的百分之十几增加到后来将近 30%。"我们的经验证明，管理团队、机构投资人以及公众股东各持有 1/3 左右的股份，是个相对理想的结构。"陈浩说。

公司发行新股并上市后，以刘庆峰为首的管理团队持股近 20%，其中刘庆峰个人 761 万股，占 7.10%。

（三）《上海证券报》（2008 年 5 月）：联想投资下注科大讯飞七年 终助其 A 股中小板上市

在 VC 鲜见的时候，作为第一家进入科大讯飞的 VC 和大股东，联想辅助其走过了近七年的曲折历程。科大讯飞上市锣响之后，联想投资为多年辛苦终成正果而欢欣鼓舞，上海证券报记者特此专访了伴随科大讯飞一路的联想投资公司董事总经理、投资总监陈浩和董事总经理王能光。

"要投就要一次投够"。这是联想投资 2001 年 4 月成立后"按照正规流程"所投的第一个企业，当年七月的签约仪式是迄今为止柳传志参加过的唯一一个签字仪式。而联想投资 2,533 万元的投入，也足足占到其一期基金的十分之一。"我们的投资规划做了三年，做这种高科技行业，钱少了反而是风险，比



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如,投800万,次年就没钱了,你是再投还是不投?"陈浩说,"要么就不投,要投就要一次投够,少了没效果。"忆及当初投资决策过程,陈浩提到,当时联想集团是做了考察和推荐的,另一方面,还有中科院的大力推荐。董事总经理王能光也认为,软件行业要上台阶,达到目标可能要一年以上或者更长时间,钱一定要管够,保证能上新的台阶。"如果当时投1,000万,我们后来就处于尴尬的境地。其实现在想想,如果当时投得更多,我们后来就更少担心了。"

不过,对于当时进入的价格,陈浩现在想起来还是有些惋惜。"现在想想当初真是投得有点儿贵了。"他不无遗憾地笑称,"这个投资嘛,方向是对的,投那么多是对的,支持员工股份加大更是对的,但是对我们自己入股的价格和获利最大化反而是放松了。按道理有可能拿得更多,如果现在我们去投,就不是这个价位了。"陈浩说,当时还是缺乏一些投资经验,联想入资是按其大略1.9亿的估值来算的,其实今天想想也不知道为什么定这个数。"说是要赚钱的,结果当年进去就亏了。"

两人的完美"接力赛"。由于陈浩和王能光各自不同的背景和专长,联想投资小组在讯飞的董事会里完成了一场完美的"接力赛"。如果以入股为起点、上市为结点,两人分别在前期和中后期"辅佐"企业走过了不同的阶段,在VC增值服务上上演了经典的"黄金搭档"故事。

陈浩是在2005年以前担任讯飞董事的。"我进去的是早期,主要任务是完善公司治理结构,构建合理管理团队,包括管理层股权激励等等。"陈浩说,"当时重要任务就是加大了管理层持股。企业中间有几年很困难,一边要投入做语音识别技术,另一边市场爆炸点还没有到来,实际上前几年亏损了不少,有些股东挺不住了,开始退股。待到2004年以后,公司好起来了,我们就鼓励管理团队找银行和信托公司用原始股抵押借款方式把股权收回来一部分,最终达到员工持股30%。这个符合我们做风险投资的理念。"此外,早期讯飞董事会庞大,意见经常不统一,造成了决策上的难题,陈浩在这里则常常扮演一个凝聚团队精神的角色。"还有寻找合作伙伴,在讯飞与集团和中科院内部之间起搭桥牵线的作用,以及跑市场,联系华为等大客户。毕竟我们有这个产业背景。"

2005年,讯飞盈利了。王能光在这时候进入讯飞董事会。做企业,越到后面,对管理的要求也就越高,王能光明确意识到了这一点。"我接手后,主要工作是怎么把成果落实,大力配合其他股东把员工股权激励落实了。另一方面,由于讯飞开始挣钱了,创业者也有了更多的激情和新投入的设想,这时候我帮忙搞好业务战略规划,使得战线不至于拉得太长而削弱公司竞争力。"

A股上市决定也曾在讯飞内部引起很大争议,很多管理层成员都质疑"为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么不去纳斯达克”。“我们认为,科大讯飞目前的主要市场在国内,A 股上市是最好的选择。”联想投资董事总经理王能光解释,“追求高风险、爆炸性增长的纳市并不适合现在的科大讯飞。讯飞不是百度这样的互联网公司或者那些网游公司,销售软件以及集成服务带来的盈利增长要平稳得多。”“后来证明这个决策是对的,这会儿刚好美国市场不太好。国内虽然有波动,但是门儿是开的。我们对世界上的二级市场都有研究,A 股上市是最好结果。”陈浩补充。

“上市后三年内不会减持”,“我们非常注重企业基本面和长期持续发展,在投资目标选择上就是这样想的。希望以后投成功的企业都像讯飞一样能够响当当的。联想投资的目的是,好的能上市,就一定要让股民能赚到钱。以后大家也就会期待联想投资的企业。”联想投资一再强调,“上市后三年内,我们是不会减持的。”

谈到当时对于技术的看法,陈浩说,当时我们认为讯飞合成技术和微软不相上下,现在看来已经超过微软了。现在看来当初在战略点上的把握还是对的,不足的是,我们对技术怎么变成收入的看法有点儿过于乐观。“第一,没想到应用快速发展的时机比我们想象的要长,当时想的是两到三年,没想到 2006 年后才迎来高速成长。第二,技术本身在当时与微软比较起来不错,但是与真人说话来比,还是有一定差距。要达到正常人说话的水平,让人们听着自然舒服,才能算是比较成功。”

(四)《中国证券报》(2008 年 7 月):科大讯飞:挖掘“说话”技术的商机

作为中国语音软件市场的领头羊,科大讯飞昨日交出一份不错的半年报。公司今年上半年营业收入 8,898 万元,同比增长 5.49%,实现净利润 2,170 万元,同比增长 5.19%,每股收益 0.24 元。虽然业绩增长幅度不大,但报告期内,公司核心技术和产业优势得到持续增强,为推动其语音产业加速发展进行了积极准备,也为未来盈利能力的增长奠定了基础。

科大讯飞自设立以来,一直以智能语音技术产业化为主要发展方向,是以中文为主的智能语音核心技术提供商及应用方案提供商。据公司半年报显示,今年 1 至 6 月,科大讯飞的智能语音业务增速较慢,这主要由于公司上半年新推出的语音业务贡献收入尚需一定时间,而公司收入季节性较强的特征,也在一定程度上抑制了上半年语音业务的增速。

但上半年公司在语音技术上有重大突破,企业核心竞争能力不断增强。根据半年报,在 2008 年国际英文合成大赛(Blizzard Challenge 2008)上,公司第三



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次夺得桂冠，表明其在英文语音合成技术上已取得稳固的国际领先地位；此外，公司首次参加由美国国家标准技术研究院（NIST）组织的国际说话人识别大赛（"2008 NIST Speaker Recognition Evaluation"）并一举夺得综合指标第一名的优异成绩，表明公司已经取得了从语音合成到语音识别技术的全面国际领先。分析人士认为，在此基础上，若科大讯飞语音识别技术产业化能取得成功，公司将摆脱语音识别产品向 Nuance 支付技术使用费的局面，从而在一定程度上降低公司成本。

另外，报告期内，科大讯飞在语音支撑软件业务领域稳定发展，嵌入式语音软件业务继续保持良好发展势头，在导航、学习机、手机等主流应用领域应用不断深入；电信级语音软件也在克服了运营商重组带来的阶段性建设投入减少的不利影响下稳定发展。公司在语音支撑软件市场的绝对领先地位持续保持，竞争优势稳固。

分析人士表示，从行业背景来看，目前，中国的语音技术市场正处于快速增长的起步阶段，在全球市场中所占的比重虽然还不大，但已表现出强劲的发展态势。可见，我国语音产品市场正处于规模化发展的导入期，这为科大讯飞未来业务的发展创造了良好的客观环境。而从经营来看，预计嵌入式语音产品仍将是科大讯飞未来高速增长的引擎，虽然其普及应用的时点难以判断，但语音技术的突破和电子终端产品价格的持续下滑，使嵌入式语音产品全面普及的可能性较大，因此对该项业务的高速成长可持乐观态度。

（五）《证券时报》（2009 年 1 月）：科大讯飞：去年业绩增长逾 3 成

与诸多中小企业纷纷受阻金融危机不同的是，科大讯飞继续快速增长的势头，公司去年实现净利润 7,031.08 万元，同比增长 31.43%。今日公布的业绩快报显示，公司 2008 年度营业收入为 2.57 亿元，利润总额 7,755.02 万元，每股收益 0.72 元，分别同比增减 25.1%，40.09% 和 7.46%。净资产收益率为13.24%，减少 18 个百分点。对于公司业绩大幅增长的原因，科大讯飞解释称，主要原因是公司嵌入式软件产品，语音搜索电信增值业务等快速增长，语音教学产品带来新的业务增长所致。

业绩快速增长的原因也证实了公司发展方向的正确性。去年，科大讯飞被批准发行了 2,680 万新股，公开发行所募集资金将投向口语评测、语音搜索，电信级合成平台升级、嵌入式语音软件升级和研发中心五个项目。

报告期内，科大讯飞总资产 5.93 亿元，较 2007 年末增加 119.35%；股东权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益5.31亿元,较2007年末增加213.42%,每股净资产4.95亿元,较2007年末增加134.60%。上述数据出现大幅度调整,主要系募集资金到位所致。

业绩增长说明显示，2008年,科大讯飞各项业务稳定健康发展,技术产品创新成效明显,募集资金项目实施逐步见效。全年公司实现营业收入,营业利润,利润总额和净利润分别较去年同期增长25.10%，51.98%,40.09%,31.43%。在各业务方向上,语音支撑软件产品中嵌入式语音软件产品销售收入增速超过50%,电信级语音平台克服了电信重组和金融行业投资放缓带来的不利影响,稳健发展并略有增长;语音搜索电信增值业务销售收入同比增长超过50%,发展势头良好;信息工程和运维业务稳健经营;语音教学产品和普通话评测业务进展顺利,带来新的利润增长。

本书点评

科大讯飞搭建了语音技术的产业化平台,同时也是标准的制定者,这就是企业的核心价值、核心竞争力！如何转换为具备盈利条件的商业模式,将是未来企业发展的关键问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二十七章 新东方:老虎环球基金

一、案情介绍

(一)新东方公司简介

新东方教育科技集团,由1993年11月16日成立的北京新东方学校发展壮大而来,目前集团以语言培训为核心,拥有短期语言培训系统、职业教育系统、基础教育系统、文化传播系统、科技产业系统、咨询服务系统、发展研究系统等多个发展平台,是一家集教育培训、教育产品研发、教育服务等于一体的大型综合性教育科技集团。新东方教育科技集团于2006年9月7日在美国纽约证券交易所成功上市,成为中国第一家海外上市的教育机构。

截止到2008年年底,新东方教育科技集团已经在全国39个城市设立了41所学校、400多个学习中心和6家子公司,累计培训学员700万人次。

新东方教育科技集团目前拥有十余所新东方学校,新东方教育发展研究院、新东方文化发展研究院两家专业研究机构,以及北京新东方大愚文化传播有限公司、北京新东方迅程网络科技发展有限公司、北京新东方职业教育中心、北京新东方前途出国咨询有限公司、新东方教育科技集团北美分公司等子公司。

各地新东方短期培训学校提供的培训项目包括:TOEFL、GRE、GMAT、TSE、LSAT、IELTS、BEC、托业、四级、六级、考研英语、职称英语、公共英语等级考试(PETS)、英语高教自考培训、美国口语、《新概念英语》、英语语法、听力提高、语音速成、《英语900句》、听说速成、高级口译、写作提高、中学英语、少儿英语和多语种培训等。

各地新东方学校采用统一的品牌、统一的师资调配、统一的基础教材、统一的授课质量、统一的投诉系统、统一的教学服务、统一的教学管理制度,从而确保了各地新东方学校能够为所有学员提供最高水准的教学和服务。

作为集团未来大学目标的新东方实用英语学院,坚持以“实用、就业和职业”为目标,将大学教育与职业教育相结合,目前已形成拥有几千名学员的庞大阵容。

以“打造中国基础教育的名牌”为办学目标的北京新东方扬州外国语学校,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于2003年9月正式开学，作为集团第一所国际化的基础教育机构，该学校的创建标志着新东方已成功登陆基础教育领域。

北京新东方大愚文化传播有限公司作为集团文化产业系统的龙头企业，坚守"原创精品"的理念，主要从事图书、期刊、音像的编辑、出版、发行及零售业务，为广大读者提供高质量的基础教学产品和服务。

北京新东方迅程网络科技发展有限公司（新东方在线，www.koolearn.com），专门致力于以外语培训为主、以多种职业考试培训为辅的在线教育服务和远程培训服务。截至2003年10月，其网络课堂正式学员已超过30万人，在国内非学历远程教育领域居于领先地位。

北京明日东方科技有限公司（新东方软件）成立于2000年9月，主要从事英语教育软件的研发与推广，不断为用户提供高效、趣味、专业的英语软件教学产品。

新东方职业教育成立于1999年3月。遵循"企业全面参与"的课程设置原则，结合各大IT企业的需求培养人才。目前，其教学质量和师资力量已走在了IT培训行业的最前端。

新成立的新东方前途出国咨询有限公司，其前身是创办于1996年的新东方出国咨询服务中心，已为无数新东方学员提供了出国留学和移民咨询服务。

新东方教育科技集团北美分公司成立于2004年5月。作为新东方全球战略运作的基石，北美分公司的业务不仅涵盖新东方传统应试培训项目，还包括汉语培训、国际学院、留学发展咨询及出版发行等项目。

2008财年全年，新东方净利润为4,900万美元，比上一财年增长了71.4%；2007财年净利润为人民币2.267亿元（约合2,960万美元），比去年同期的人民币4,940万元增长359.1%。新东方近几年净利润变化情况如图27－1：

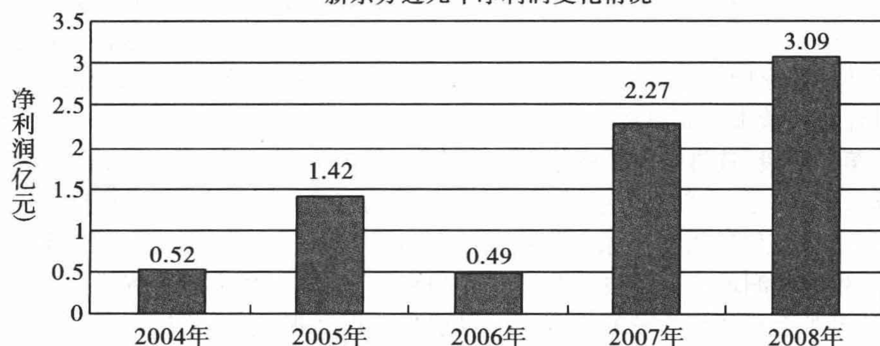


图27－1　新东方近几年净利润变化情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)新东方公司发展沿革

第一阶段,完成股份制改造。1993 年正式创办新东方的时候,俞敏洪投入全部积蓄购置设备,贴广告,疏通各种关系,一年十几次和妻子为重新寻找一个住处而奔波。在筋疲力尽中,新东方终于迎来了第一批学生,虽然只有 13 人,但是这 13 人给俞敏洪带来了莫大的鼓舞和希望。在新东方的第一个发展阶段,它是一个夫妻店的形式。在此阶段,除了俞敏洪和他的妻子,新东方后来也请了其他一些老师,但主要都是代课老师,人员流动性大,尚未形成规模化的人才队伍。

从 1996 年至 2000 年,新东方进入了它的第二个发展阶段——合伙制阶段,一帮哥们儿在一起推动了新东方的发展,实现了它的第一次飞跃。而在此阶段,新东方接纳了它的第一代人才团队的加盟。以徐小平、王强、包凡一、钱永强等人为代表的“海龟”,为新东方带来了先进的教学内容和丰富的知识面,新东方的品牌内涵得到了很大的提升。2000 年 10 月,俞敏洪和新东方其他元老进行了股份制改造,注册了“东方人教育科技发展有限公司”。

从 2000 年到 2004 年,新东方进入它的第三个发展阶段——股份制改造。2000 年开始,新东方学校开始股份制改造,把原来由新东方几位创始人按不同业务分割的权利统一收归上来,原有的利益格局被打破,于是从 2000 年开始到 2004 年初,四年的时间里新东方都深陷于这种利益纠纷。在此期间,新东方学校注册成立了新东方教育集团。最终,这次改造导致新东方三驾马车中的两位核心成员徐小平和王强淡出管理层,但依然保留在新东方的股份。随后身兼董事长和总裁的俞敏洪又逐渐把自己的家族成员从新东方撤离,新东方的家族色彩由此褪去。2002 年,新东方全体股东做出决定,任何人的亲属都不能在新东方干。俞敏洪也当场明确表态,自己的亲戚也要全部拿下,这也标志着新东方彻底从一个家族企业转变成现代企业。2003 年,新东方教育科技集团成立,俞敏洪任集团董事长兼总裁。

第二阶段,获得老虎环球基金的支持。2004 年 4 月 1 日,《民办教育促进法实施条例》实施,为新东方引进老虎基金开了方便之门。在《民办教育促进法》与《民办教育促进法实施条例》颁布之前,培训学校一般都定义为非营利性机构,产生的利润理论上必须再投入。而 2004 年颁布的《民办教育促进法实施条例》则开始允许培训学校的投资人可以适当获得回报,这也就认可了教育产业可以借用资本来发展,而教育培训机构的治理结构也可向可营利的公司演化。同时,在《民办教育促进法实施条例》中也含糊地表述了教育投资者回报及纳税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题"由国务院有关部门制定",但是这个规则至今都没有制定出来。模糊的政策给了善于冒险的国外 VC(风险投资)进入中国教育产业一个机会。

早在 2004 年之前,就已经有很多国际资本找到新东方,不过俞敏洪当时并无意接受投资,他的解释是"因为当时我们不想上市"。不过也许当时新东方内部的人事纠纷,才是导致俞敏洪无暇顾及融资的重要原因。直到 2004 年,原新东方三驾马车中的王强、徐小平离开新东方管理层位置,新东方总裁胡敏又另立门户成立新航道培训,理顺了内部关系的俞敏洪成为新东方董事长兼总裁。

2004 年 12 月,新东方以单价 2.225 美元向老虎环球基金发出 1,111 万股优先股,募集金额达 2,250 万美元,私募完成后,老虎基金持有新东方 10% 股权,从这一点来看,它对新东方的估值是 20 亿。双方以合同条款约定:新东方 IPO 之时,这部分优先股自动转为普通股;凡是新东方私募融资,老虎环球基金拥有优先认购权。在私募后的半年之内,老虎环球基金又累计投入 1,857.42 万美元,陆续向新东方旧股东购买了 992.7 万股普通股,其持股比例升至 18.93%,新东方原股东整体的持股比例降至 81.07%。事实上,自从 2003 年开始,新东方就已经成为私募资本机构追逐的目标。高盛、鼎晖、华平、IDG 等投资机构皆委托过和君咨询约见新东方,表达了想投资入股新东方的强烈意愿。新东方股权已然成为投资界的抢手货,但优先认购权已被老虎环球基金锁定,其他资本机构只能望而兴叹。

老虎基金是世界上最著名的宏观对冲基金之一,与索罗斯量子基金并驾齐驱。前前后后,老虎基金跟踪中国民办教育 3 年,与国内多个知名民办大学接触,新东方渐渐映入它的视野。有数据显示,自 2005 年老虎基金 5,000 万美元的资本入注新东方后,新东方净利润从 2004 财年的 5,340 万元暴涨到 2005 财年的 14,197 万元。

此次私募资金的进入,主要帮助新东方解决了两个问题:一是缓解了因为购买新东方总部以及开设扬州外国语学校而导致的资金趋于紧张的局面,得以从容进入基础教育领域。二是新东方的股权经过了此次梳理,真正实现了股权重组,这也为新东方 2006 年上市做好了准备工作。

第三阶段,成功上市。2006 年 9 月 7 号,民营英语教育机构——新东方教育科技集团(简称"新东方")以存托凭证的方式,在美国纽约证券交易所挂牌上市(股票交易代码为"EDU"),成为中国教育产业海外上市第一例。尽管未能续写百度的"辉煌",EDU 还是在美国资本市场演绎了一回"中国概念"(China - Base)教育股的传奇。发行价定为 15 美元,开盘价为 22 美元。融资达 1.125 亿美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



据新东方招股说明书，主要股东有5家：Tigerstep Developments Limited 持有4,400万股，占31.18%；财务投资人老虎环球基金持有2103万股，占14.91%；大约300位员工透过Capital River Group Limited 持有767万股，占5.44%；徐小平透过Peak Idea International Limited 持有737万股，占5.23%；杜子华透过Forthright Trading Limited 持有564万股，占4%。以上股权共计60.76%。除老虎环球基金外，4家股东的注册地均在英属处女岛，联络地址都相同。

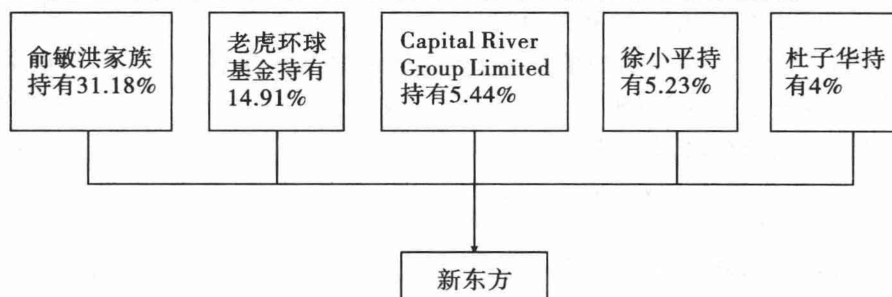


图27-2 主要股东持股情况

另外，董事会与管理层作为一个整体（All Directors and Executive Officers as a Group）共持有47.15%的股权。其中，俞敏洪名下共有4,400万股，占总股本的31.18%；陈晓红名下共有2,103万股，占总股本的14.91%；三位高管谢东萤、周成刚和陈向东持有的股权均低于1%，三人股权相加为1.06%。

国内评论还关注新东方的创始人俞敏洪的身价。按EDU的最高股价计算，俞敏洪家族（不只是俞本人）所拥有的财富（4,400万股新东方股票），超过20亿元人民币。俞因此被媒体热捧是“中国最富有的外语教师”。

二、各方评述汇集

（一）《北京晨报》（2002年6月）：联想新东方之痛：ETS引发中途撤资风波

联想与新东方之间的合作，曾经轰轰烈烈——被视为联想将触角伸向教育领域的直接步骤。2000年12月，联想出资5,000万元人民币，以50%的股份做投入，与新东方合作建立新东方教育在线。

双方在PC与教育培训产业的各自老大地位，似乎足以支撑当初的设想：共同打造中国最具竞争力的教育网站。2000年5月初谈判时，联想出面的人物是CEO杨元庆、副总裁刘小林、投资兼并投资部负责人罗洪、FM365频道负责人杨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

壮等。新东方方面则是校长俞敏洪、副校长陈小平等。联想还曾开价 4 亿,要求购买新东方 50% 的股权,决意进入教育产业。

而今天,联想将新东方列为其投资不成功的一个项目。

记者从联想和新东方获得的消息一致:联想当初出资的 5,000 万元已经撤出 4,000 万元。在新东方教育在线中占有的股份,也从当初的 50%,降至 10%。原来双方 4 对 4 的董事会人选,联想一方也仅剩刘晓林一人。

"到去年年底,联想从合资公司的撤资事宜,及董事会人选变动事宜,均已完成。"知情者告诉记者。

来自香港投资界的信息,2001 年联想的整体投资收益率仍达到 10% 以上,投资收入超过亿元,"联想运气很好。"这样的大盘子下,新东方项目在联想那里变得有不足道的意味。

ETS 导火索。

事实上,运作仅月余,对于新东方教育在线的期待,联想与新东方就产生了分歧。

与联想合作,新东方看得很重,"即兴奋,又恐惧"。发生在新东方校长俞敏洪家里的一次新东方股东会议上,俞敏洪说:"如果能和联想合作的话,对于新东方所有的产业和品牌,将起到一个身价百倍的作用。对于推动新东方的其他产业,有决定性作用。"

而联想方面不久便将与新东方的合资,变成了一次尝试性的投资。这为撤资埋下了伏笔。用杨元庆的话说,"是当初互联网狂热时的不冷静。"

联想开始表现出犹疑不定,导火索是 ETS 事件。去年 2 月,新东方学校被美国教育测试服务中心告上法庭,声称新东方"盗用"了测试中心的考题,从而使中国学生 GRE 分数"大幅提高",要求索赔 100 万元人民币。

这说明,新东方教育网站的核心业务——"出国考试"的知识产权问题并没有得到解决。此事传达给联想的信息是,新东方只要继续从事英语出国培训业务,就必须面对 ETS 的阴影。

ETS 危机,首当其冲受到冲击的,就是新东方教育网站。由于 ETS 的抗议,新东方网站曾不得不撤下所有托福、GRE 考试题,不得不关闭考试讨论区 BBS。

内部人士告诉记者,联想当时很不满意新东方事先关于 ETS 隐患的"知情不报"。新东方与联想之间因之发生了不愉快的细节。

"当时联想给新东方提出了两条撤资理由:一是联想正在进行战略转移,资本运作将集中于 IT 业务。教育这样的事情现在不宜做。二是抓住了新东方的毛病,就是关于 ETS 的事。"新东方人士告诉记者。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“最主要的原因还是 ETS 的事。联想当时就提出撤资，留下 1,000 万，撤回 4,000 万。董事会的人选也随资金撤出，从 4 人变成 1 人（刘晓林）。”新东方教育在线 CEO 钱永强说。

从记者了解的情况看，联想与新东方之间的合作不算紧密。双方仅开过三至四次董事会。在具体的业务方针上并无太多分歧，用一位新东方人士的话说：“他们（联想）基本插不上手。因为他们缺少专业性，也不太承认专业精神。”

（二）《赢周刊》（2006 年 11 月）：新东方元老恩仇记：俞敏洪“最痛苦的阶段”

引入老虎环球基金和重新分割股权的过程，被俞敏洪称作“最痛苦的阶段”：“在各式各样利益、权利与人性的较量面前，新东方很多次都差一点儿崩溃。”然而，最终新老股东“一笑泯恩仇”，总算让新东方顺利驶向了资本彼岸。

这种新东方式的股权重塑阵痛，对许多中国企业，尤其是那些早期家族色彩浓厚的企业中，颇有启迪意义。

新东方如果未能顺利理清之前杂乱的股权，一则因股东结构太复杂，很难在美国上市；二则也很难引起财务投资人老虎环球基金的兴趣。

单靠俞敏洪一个人，很难让新东方股权最终收放自如，因为俞既没有能力，也并不愿意主动回购其他股东手上的股权。有两重因素决定了新东方的成功：一是外部资金介入回购。老虎环球基金以每股 2.225 美元的价格进行收购，对一些旧股东来说是有吸引力的。因为，收购之时，新东方的财务状况并不理想，每股净资产要远低于上述单价。二是内部助力。我们注意到“三驾马车”中王强的退出确实起到很好的说服作用。在俞敏洪和徐小平均不愿意退出的时候，当时身为新东方第二大股东的王强毫无保留地主动退出旧股东整体，让其他股东也乐意跟着这样做。在这里，新东方所标榜的“文人道德”产生了极大的效力。事实上，新东方的旧股东中不乏熟悉美国资本市场的人物，但他们最终还是跟着王强一道淡出。

与新东方的“元老”们各存心念、最终以“江湖义气”、“一笑泯恩仇”不同的是，2004 年成为新东方财务投资人的老虎环球基金在商言商，如今已经赚得盆满钵满。

2004 年底，新东方以单价 2.225 美元向老虎环球基金发出 1,111 万股优先股（占 10% 股权），募资 2,250 万美元。以 2004 财年（截止到当年 5 月 31 日）净利润为基准，此次私募的市盈率高达 31.4 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EDU 在纽交所成功上市之后，以 IPO 当日收盘价计算，老虎环球基金持有股票价值超过 1 亿美元，就相当于原始投入金额的 260%。

与俞敏洪等人的“纸上财富”不同的是，老虎环球基金手上的股票，则是实实在在的金钱，随时可以套现。

对于投资经验异常丰富的老虎环球基金来说，这显然还不是它预期最后计划斩获的全部成果。其套现计划取决于三点：一是 EDU 最近三到四个月内的股价表现；二是新东方另外的 112.5 万份何时增发，三是华尔街的投资家们在经观察之后对 EDU 的估值。

（三）《东方财经》（2008 年 5 月）：民办教育培训业：风投的新目标

中国的民办教育培训经历了一个艰难的成长期后，已经呈现出辉煌的一面，并开始吸引海外风险投资者挑剔的目光。

新东方的“上市神话”。

一位致力于民办教育培训的创业者坦言，想不到若干年后，这个行为竟然迎来了 IPO 和风险投资的高峰。教育产业甚至取代互联网，成为创业投资最热门的关键词。其中，最为引人注目的就是新东方 2006 年 9 月 7 日在美国纽约证券交易所的成功上市，开创了中国民办教育发展的新模式。

新东方的成功，与其创始人 10 年来艰苦努力地创业并打下了良好的基础是分不开的，但是，又不得不提到其中至关重要的一环，那就是老虎基金的资本注入。

老虎基金是世界上最著名的宏观对冲基金之一，与索罗斯量子基金并驾齐驱。前前后后，老虎基金跟踪中国民办教育 3 年，与国内多个知名民办大学接触，新东方渐渐映入它的视野。有数据显示，自 2005 年老虎基金 5,000 万美元的资本入注新东方后，新东方净利润从 2004 财年的 5,340 万元暴涨到 2005 财年的 14,197 万元。在私募后半年之内，老虎基金又累计投入 1,857.42 万美元，陆续向新东方旧股东购买了 992.7 万股普通股，其持股比例升至 18.93%。20 个月后新东方成功上市，2007 财年第一季度净营收为 4.293 亿元，净利润为 1.651亿元。目前，新东方占全国 60% 以上的出国英语培训市场。

就在新东方于美国上市的同一时期，2006 年 9 月 6 日，占据国内雅思培训 70% 的市场份额、号称新东方在国内英语培训市场中最大的竞争对手——环球雅思连锁教育集团与软银亚洲赛富投资基金举行了数亿资金（2,500 万美元）战略投资的签署仪式。这是软银亚洲赛富投资基金当年最大的一笔风险投资。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2007 年 9 月 4 日，在北京民办教育协会的推动下，巨人学校与启明创投在京举行融资签约仪式，正式宣布成功融资 2,000 万美元，成为继新东方海外上市之后，北京民办教育培训业发展的又一个里程碑。巨人学校有关负责人表示，此次筹集的资金将主要用于人才选拔和培训、改善办学条件和环境、开发现代化教学课件、实现全国教学信息化管理目标等方面，同时将在全国各地并购一批中小民办培训机构，为将来的上市做准备。

获得风险投资后，中国本土教育机构的发展往往呈现出相同的路径：从广建分校的“圈地”到上市。虽然风险投资商一再强调，上市并不是投资的最终目的，但当新东方的上市创造了资本神话后，越来越多的投资者想要打造出又一个“新东方”。

民办教育：商机无限。据《2006 年中国教育与培训业研究咨询报告》显示，中国培训教育市场的潜在规模达 3,000 亿元，并保持迅猛的发展速度。IT 培训、英语培训和少儿教育已成为目前培训教育业的三大支柱。据悉，教育支出已经超过其他生活费用成为仅次于食物的第二大支出。2005 年，整个 IT 教育和培训服务市场销售额达到 41.49 亿元，并保持年增长率 30% 以上的发展势头。

风险投资对中国民办教育产生兴趣，是从什么时候开始的？从 2000 年开始，中国境内已有 11 家教育行业企业获得风险投资的资金注入，融资总额超过 9,300 万美元。截止 2008 年 4 月 15 日，教育领域一共有 5 家企业实现了上市，上市地点无一例外选择了海外，累计首轮融资 3.5 亿美元。伴随着 2005 年新东方的上市，教育产业掀起了一个上市的热潮，公开募集来进行资本募集。2007 年教育行业一共有 9 家企业获得了 1.22 亿美元的投资。

2007 年 9 月 6 日，中国最大的 IT 教育培训机构华育国际教育集团获得了赛富投资基金的 1,000 万美元风险投资，成为继新东方、北京巨人等学校后，又一个获得海外风险投资的中国本土培训教育连锁机构。

对于 2008 年教育市场的发展，行业人士表示，“2008 年，中国教育市场将呈现两倍以上的增长率。教育培训机构凸显的经济效益，将继续成为风投们热烈追逐的对象。”

即使中国本土培训教育产业呈现出一片光明的前景，但是，业内专家认为，快速发展的培训教育业仍存在一些瓶颈。首先，国内的培训教育市场集中度不高，连锁程度较低。全国性的权威教育培训机构数量少，且良莠不齐。其次，企业成立时间短，连锁企业的教学改革有待深化。许多培训教育项目办学特色不鲜明，没有自身课程体系，损害了学员的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在这些问题的重要原因之一就是资金不足。雅思总裁张永琪表示，民办教育不进则退。企业的知名度靠规模带动，规模则靠资本。把商业的手段用在教育上是必要的，因为产业的发展，体制的改革，都需要资金的力量来推动。

霸菱亚洲投资执行董事曾光宇先生指出，中国民办教育机构有四大优势：首先是中国人口大，中小学生1.9亿，成人2.4亿，如果继续教育则更大；第二，中国实行独生子女政策，形成了6个成人养一个孩子的局面；三，教育产业的现金流较好，都是先交钱再服务；四，教育产业利润高。研究表明，欧、美的教育产业，包括上市公司的利润在税前是25%；而中国更高，可能达到40%~50%，再加上中国劳动力成本低，利润更高。此外，民办教育可获得合理回报这一政策的支持，也增加了风投进入的信心

"因此，对于中国教育产业未来的发展走向，整体市场我是看好的，这一点不容置疑。"曾光宇表示。

中盛投资集团有限公司合伙人杨永强表示，国内教育领域市场庞大，教育市场需要资本手段实施行业洗牌和重组，更多的新东方有望诞生。他认为，我国现有的教育企业大小不一，不成体系，正是资本介入实施行业洗牌、重组的好时机。

(四)中国发展出版社(2009年1月)：新东方的三点启示

IDG是最早进入中国的海外基金之一。早在20世纪90年代中期，IDG就重组了科文出版公司，即后来的当当网。后来在很长时间里，IDG、华平等基金都是在静悄悄地、艰苦努力地寻找中国成熟发展的好企业，并刻意培植那些具有潜在能力，但财务指标、运营能力都不规范的企业。直到2004年，这种资本热潮还不被我们真正看好，也没有引起我们的高度重视。直到老虎基金用如此之高的价格进入新东方，才让我们大吃一惊。这是对我们判断新东方价值的一种放大性肯定。这种投资能在美国股市取得如此优异的收效，更是让我们始料未及。

如果说，华宇项目让我们懂得了中国企业的价值重估意义，那么，新东方让我们真正体会到了金融资本进行产业投资的三大意义。

第一、全球的资本过剩加速了资本的全球流动。海外基金立足于产业财富创造的国际前沿，他们对优秀企业增长爆发潜力的认识，源于全球经济的综合比较，由此决定了国际基金对中国企业价值的重估。

第二、金融资本的产业投资具有强大的示范功效。新东方的价值重估与上市融资，使公司的品牌境界和企业能力都发生了质的变化，由此形成了较大的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



示范影响力，吸引着中国的所有企业。

第三、金融资本的产业投资是一种对一流企业家的投资。老虎基金投资新东方的成功，是它们判断一个企业的市场价值、战略价值、股市价值的成功，而这一投资的最大成功，是他们准确地判断了企业家的真正价值。

总之，新东方的实践，是对我们旧有的财富观念的强力颠覆，也是对我们产业意识和金融意识的坐标再造。

野鸡变凤凰，鲤鱼跃龙门。新东方在美国纽交所 2008 年 10 月底市值高达 23.8 亿美元，堪称龙凤。凭其在世界第一的美国交易所的股价表现，新东方根本不用再把国内名牌大学对她的野鸡之评放在眼里。但鸡变凤、鱼化龙的过程中，彰显全球化对接的眼界智慧，第一重智慧涉及自我发展，虽说孔子老人家早有“名不正言不顺”之论，但新东方是先干起来再说，在体制的夹缝和软肋中成长壮大（中国的改革大多如此）。第二重智慧涉及当今潮流，瞄准全球化对接去做产权正名，去搞正规化公司体制，去进行管理及财务控制，然后在国际基金的追捧之中，开始她前景广阔的出海远航。当全球资本明显过剩时代到来时，“智力雇佣资本”的趋势迅速凸显，产业智力革命风起云涌，将此类案例看做是中国产业智力“雇佣”海外资本，似也未尝不可。

本书点评

新东方的成功是抓住了高端人群，因为想出国的人是愿意出高价的客户，他们要解决的是发展问题，而不是生存问题，所以新东方获得的是暴利，换句话说，是获得高附加值。

本书点评

不要以人口多来分析市场，很容易误导投资决策。更不要说什么 6 个大人供养独生子，这是极不专业的分析，如果这个孩子要靠 6 个人来供养，恰恰这样的家庭是赤贫家庭，这样的孩子也读不起新东方，他要解决生存问题，而不是发展问题。而读新东方的想出国的，恰恰是城市中产阶级，他们要解决的是发展问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十八章　李宁：从私募融资到点燃奥运主火炬

一、案情背景

（一）李宁公司简介

昔日的"体操王子"李宁于1990年创立的李宁公司，是我国极具代表性的国际领先的运动品牌公司之一。"李宁"在中国体育用品行业业已位居举足轻重的地位。2004年6月28日，李宁公司在香港上市，股票代码2331。

成立18年来，李宁公司已由最初单一的运动服装发展到拥有运动服装、运动鞋、运动器材等多个产品系列的专业化体育用品公司。公司旗下拥有品牌包括：知名的李宁品牌、超过160年历史的法国顶级户外品牌——艾高AIGLE、国际领先的乒羽品牌——红双喜以及倡导"快时尚"的大卖场品牌——ZDO新动。此外，还拥有意大利著名品牌KAPPA中国独家经销权。

"推动中国体育事业，让运动改变我们的生活"，是李宁公司成立的初衷。创业之初，李宁公司即与中国奥委会携手合作，透过体育用品事业推动中国体育发展，并不遗余力赞助各种赛事。1990年，李宁公司成为第一家赞助亚运会中国体育代表团的中国体育用品企业。1992年，李宁公司为中国奥运代表团提供领奖装备，成为第一个赞助奥运会的中国体育用品企业。1993年，李宁公司率先在全国建立特许专卖营销体系。1998年，李宁公司率先在广东佛山建成中国第一个运动服装与鞋的设计开发中心。1999年，李宁公司与SAP公司合作，引进AFS服装与鞋业解决方案，成为中国第一家实施ERP的体育用品企业。2005年，李宁公司成为NBA官方合作伙伴。2006年，李宁公司成为ATP中国官方市场合作伙伴。

产品的专业化属性，卓有成效的管理策略，与体育的不解之缘，是李宁公司在体育用品行业中竞争的基础。在营销网络的建设上，李宁公司也开发了领先



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的店面识别系统，通过采用统一鲜明的店面装饰，达到了强烈的店面识别效果。在“品牌国际化”这一战略目标的指引下，李宁公司取得了骄人的业绩。2001～2003年，李宁营业额分别为734,935千元、958,005千元、1,276,224千元。2004年营业额18.78亿元，增幅47.2%；这一数字在之后的三年分别达到24.51亿元、31.8亿元、43.5亿元。2008年在北京奥运会带动下，李宁营业额至66.9亿元，实现净利润7.21亿元。截至2008年年底，李宁牌店铺增至6245家。

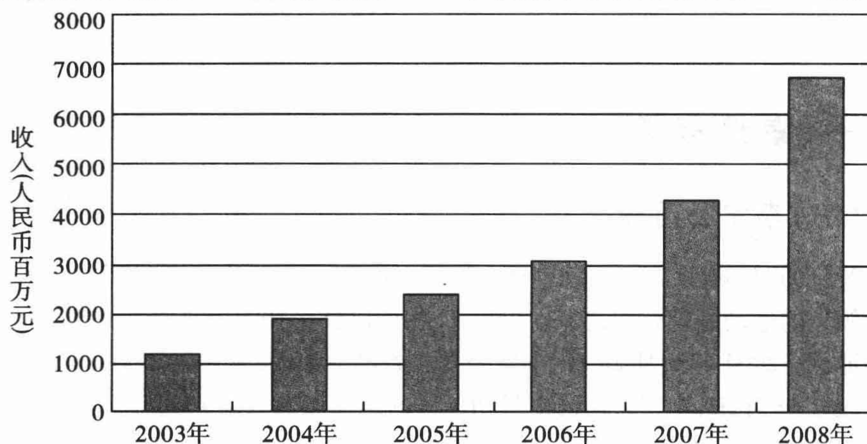


图28－1 李宁公司2003～2008年收入增长

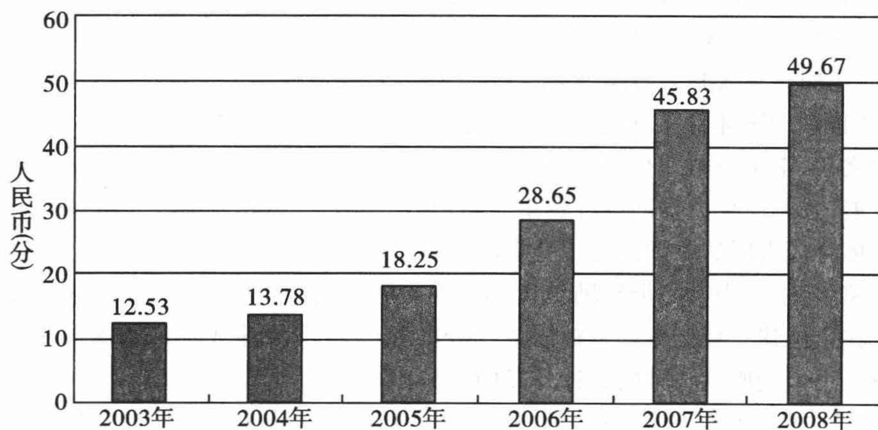


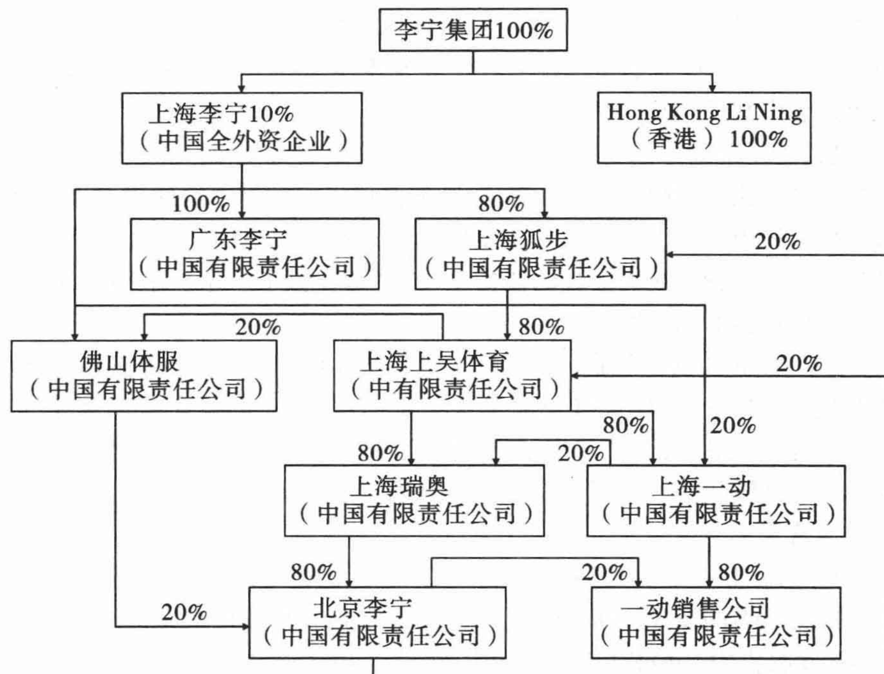
图28－2 李宁2003～2008年度每股基本盈利

李宁公司有着良好的社会声誉，一度荣获“2006CCTV年度最佳雇主”、“2007最佳企业公众形象”、“2006年度中国最受尊重企业”、“2008年中国服装行业最佳雇主”等诸多荣誉称号。此外，李宁公司在慈善公益事业上的持续奉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献也为其赢得了整个社会的尊重与认可。

李宁公司及其控股子公司目前结构如图 28－3 所示。



注：①上海瑞奥持有的 80% 北京动向股权于 2005 年 7 月转让至上海泰坦。

图 28－3　李宁集团结构

（二）从 PE 融资到点燃奥运主火炬

2008 年 8 月 8 日，北京奥运会开幕式。当昔日的“体操王子”李宁夸父追日般点燃鸟巢北京奥运主火炬台时，全场沸腾欢声雷动。这一刻，全世界的目光都集中在中国北京国家体育馆，集中在李宁的身上。

“体操王子”李宁，是 20 世纪中国最杰出的体操运动员。1982 年第六届世界杯体操赛上，他独得男子全部 7 枚金牌中的 6 枚，创造了世界体操史上的神话，他还是 1984 年第 23 届洛杉矶奥运会上赢得奖牌最多的运动员，也曾被评选为 50 年来世界最佳体操选手。在运动场上创造了无数惊人纪录之后，他又将奇迹带入了商界，再造了一个品牌的神话。

1989 年 12 月，李宁创立“李宁”体育用品品牌。2004 年 6 月 28 日，李宁公司在香港上市。而此前，即 2001 年底，新加坡政府直接投资有限公司和鼎辉向



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



李宁公司投资的1,850万美元,功不可没。

1. 体育明星投资商界

李宁1963年出生于广西。7岁开始练习体操,17岁进入国家体操队。在17年的运动生涯中,李宁共获得国内外重大体操比赛金牌106枚。1988年的汉城奥运会失利后,李宁选择了退役。

随后,李宁加盟广东健力宝集团,其巨大的影响力使得健力宝迅速成为了中国最知名的饮料品牌。而对于李宁,则如愿可以借助健力宝的资金来做自己想做的事。1989年4月21日,李宁受聘为广东健力宝集团邮箱公司总经理特别助理。这位有着106块金牌的体操王子,就这样去了广东三水小镇,开始了自己崭新而艰苦的创业道路。

"李宁"品牌的创立并非一帆风顺。尽管加盟并得到健力宝慷慨相助,但资金仍然缺乏。当时国内还没有风险投资、创业投资之类的概念,李宁将目光投向了中外合资。最后,李宁选中了新加坡康基实业有限公司。至此,中新合资的健力宝运动服装公司顺利成立,李宁出任总经理,主要从事李宁牌运动服装的生产经营。

1991年,健力宝公司投资1,600万,广东体育用品公司正式成立,独立负责李宁牌运动服、运动鞋的经营。1992年底,李宁公司分别在北京、广东成立三家公司,各自从事运动服装、休闲服装和运动鞋的生产经营。1993年,李宁公司实现盈利。

1994年,李宁公司正式脱离健力宝,成为一家民营企业。9月,李宁体育产业公司正式成立,主要作为控股的母公司,以便实现同资本市场的对接。1995年底,李宁集团成立,李宁亲任集团董事长兼总经理。通过积极赞助体育赛事、运动员和本地体育活动,李宁牌开始逐渐打开中国市场。

2. PE 投资,开始上市之旅

李宁公司的上市谋划肇始于1997年,当时李宁在全国各地开办有十几家企业,彼此间互相参股,结构混乱。在资本运作专家的设计下,李宁将北京、广东、烟台三家公司合并为李宁体育用品集团公司,全国各地的其他公司相继整合到这个核心企业中,初步实现集团结构的明晰。从上市准备和风投加入角度来看,李宁公司的上市历程可分为四个阶段:

第一阶段(1997.8~2001)——**整合**。

1997年8月,上海李宁成立,注册资本为50万元人民币。成立当时,公司主要由李宁家族所成立的两家公司——上海宁晟和上海力发所控制。同年12月,上海李宁将注册资本增至2,600万元人民币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二阶段(2001 －2002.12)——改组。

2001 年,上海李宁原计划由有限责任公司改组为股份有限公司。根据当时的《公司法》,股份有限公司必须有五名以上发起股东,因此上海李宁部分实际控制人相互转让股权,将上海李宁股东数目增加到 6 名。但由于获得私人资本的投资并预期到境外上市,上海李宁最终未改组成股份有限公司,而采取以下步骤改组为全外资企业:

(1)2002 年 10 月,为筹备私人股本投资及将上海李宁改组为中国全外资企业,李宁家族、李宁合伙人及主要高管、两家战略股东在维尔京群岛注册成立 RealSports 公司。

(2)2002 年 10 月 29 日,RealSports 与上海李宁股东达成协议,同意向上海李宁当时之股东收购上海李宁发行的全部股本,代价为 600 万美元。

(3)2002 年 12 月 11 日,上海李宁由内资有限责任公司改组为中国全外资企业(外资独资企业),注册资本 800 万美元,总投资额 2,000 万美元。

第三阶段(2003.1 －2004.6)——创投正式加入。

李宁公司于 2003 年 1 月,引入新加坡政府投资公司全资拥有的 Tetrad Venture PteLtd. 和 CDH China Fund。两家公司根据私人股权投资协议,分别以 1,500万美元及 350 万美元认购 RealSports 的新股份,分别持有公司 19.9% 和 4.6% 的股权。

根据私人股权投资协议,各方同意 Tetrad Venture PteLtd. 和 CDH China Fund 拥有包括提名董事加入董事会的权利。Tetrad 和 CDH 根据私人股权投资协议拥有的优先权于公司上市时终止。

当私人股权投资协议完成时,RealSports 的股权结构如表 28 －1 所示。

表 28 －1　RealSports 的股权结构

股东	股权(%)
China Sports	62.688
Asia Lead	12.688
Tetrad	19.965
CDH	4.659
合计	100.000

由于创投资本加入后,RealSports 公司财务表现优异,使公司以发售价计算的价值有所上升。虽然两家创投公司是于 2003 年初正式加入的,但与李宁公

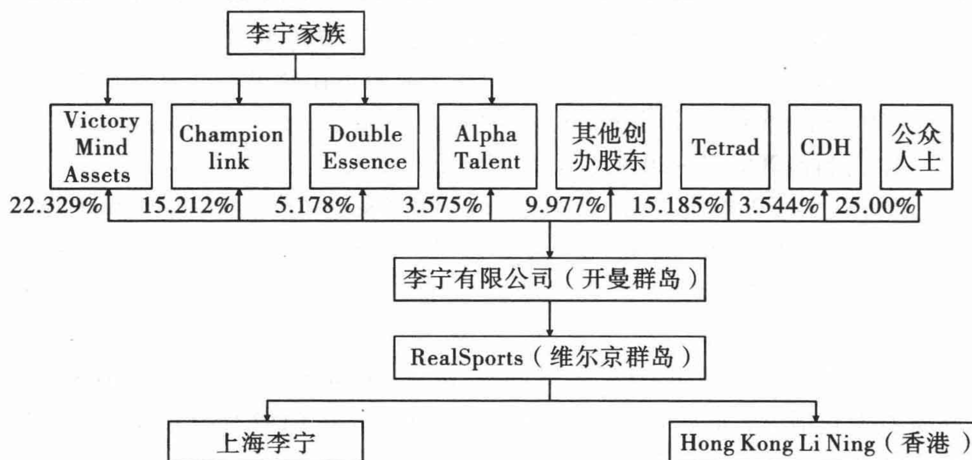


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的磋商与合作早已展开，可以认为，李宁公司在海外注册公司以及收购改组等一系列资本运作，均是在为创投资本的加入创造条件，并且由于创投资本的一再坚持，李宁公司放弃了改组为股份有限公司在境内上市的计划，选择了改组为全外资企业在境外上市的路径。

第四阶段——上市。

经过7个月的筹划，2004年6月，李宁公司在香港主板成功上市。本次公开发行2.47亿股，并于7月日行使超额配售选择权，增发新股3697.6万股，筹资总额超过6亿多港元。李宁股票上市受到资本市场的追捧，在香港公开发售的认购数量为暂定发售股份总数的132.2倍；国际配售也出现了约11倍的超额认购。首日上市开盘价报2.325港元，较其2.15港元的首次公开募股价格上涨8%。



资料来源：李宁集团招股说明书

图28-4 李宁集团上市后的股权结构

附注：2007年5月，李宁向广东健力宝集团有限公司收购了广东李宁剩余的20%股权，至此李宁及其兄弟李进共持有李宁集团67.6%的股权。

李宁公司上市之后，两公司迅速减持股份至15.19%和3.5%。由于这两家公司并没有禁售期，可以在李宁有限公司上市后，随时转让股份。

至此，创投在李宁海外上市后实现"全身而退"，几乎势成必然。2008年8月，李宁股价在18元左右，如果按此价格计算，Tetrad和CDH的收益合计高达44亿港元，是当年入股1,850万美元（按当时1美元兑7.8港元计算）的30多倍；而这一数据在2009年3月18日李宁公布其2008年业绩时的股价12.58元来计算，投资回报也超过了20倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

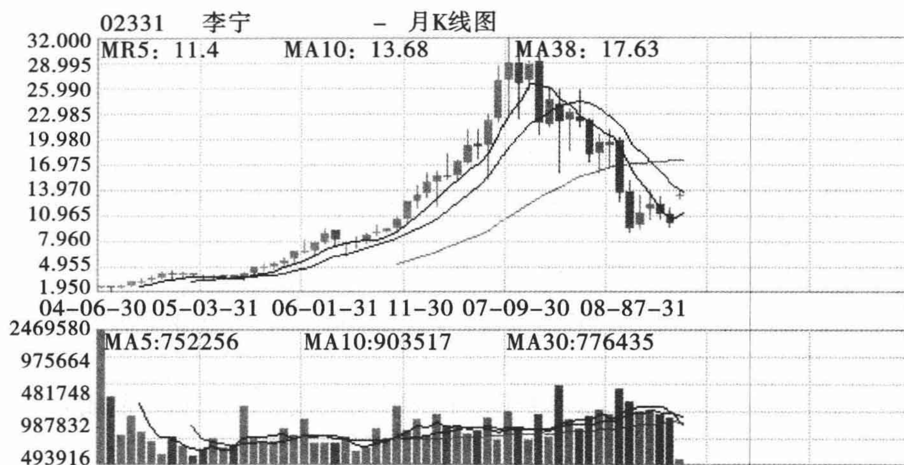


图 28－5 李宁公司股价

从 PE 投资到点燃奥运火炬，李宁这位昔日的体育健儿已经成为了商人的成功代表。他的成功恰恰宣示李宁公司的口号：一切皆有可能。

（三）李宁公司重要产品及大事记

1. 1990～1992 年——创立阶段

1989 年，李宁先生开始筹备李宁的设计方案，同年 4 月，正式注册“李宁牌”商标。

1990 年 5 月，李宁公司在广东三水起步，从事“李宁牌”运动服装的生产经营。

1990 年 8 月，“李宁牌”运动服被选为第十一届亚运会圣火传递指定服装、中国国家代表队参加亚运会领奖服及中外记者的指定服装，“李宁牌”伴随亚运圣火传遍全国。

1992 年，李宁牌装备被选为第二十五届巴塞罗那奥运会中国代表团指定领奖服装、领奖鞋，结束了中国运动员在奥运会上使用外国体育用品的历史。

2. 1993～1995 年——高速发展阶段

1993 年，李宁公司迁址北京。

1993 年，李宁公司率先在全国建立特许专卖营销体系。

1995 年，李宁公司参加天津“中国体育用品博览会”，订货量占总成交额的一半，成为中国体育用品行业的领跑者。

3. 1996～1998 年——经营调整阶段

1996 年，李宁公司赞助中国体育代表团参加二十六届亚特兰大奥运会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1997 年,李宁公司在佛山建成了李宁体操学校,这是第一家由企业投资建成的体操培训机构。

1997 年,李宁公司在全国建立起自营分销网络。

1998 年初,北京李宁体育用品有限公司成立。

1998 年 3 月,李宁公司率先在广东佛山建成中国第一个运动服装与鞋的设计开发中心。

4. 1999 ~ 2001 年——二次发展阶段

1999 年,李宁公司与 SAP 公司合作,引进 AFS 服装与鞋业解决方案,成为中国第一家实施 ERP 的体育用品企业。

2000 年 6 月,李宁公司成功赞助法国体操协会成功,李宁牌产品成为"法国体操队唯一比赛及领奖装备"。

2000 年,李宁公司赞助中国体育代表团参加第二十七届悉尼奥运会,"龙服"、"蝶鞋"被各国记者评为了"最佳领奖装备"。

2001 年,李宁公司与意大利及法国著名设计师签约,产品设计走上专业化和国际化的道路。

2001 年 10 月,李宁公司首家海外品牌形象店于西班牙桑坦德开业。

5. 2002 ~ 2003 年——品牌重塑阶段

2002 年,李宁公司确立全新品牌定位:李宁,一切皆有可能。

2002 年 9 月,李宁公司为西班牙女篮参加第十四届世界女篮锦标赛提供一体连身比赛服。

2003 年 8 月,"李宁"第三代形象店在全国范围内推出。

2003 年 11 月,E - POS 项目正式启动,标志着李宁公司开始全面启动渠道管理信息系统李宁公司与中国国家 U18 男子篮球队签约,为中国男篮出征 2008 奥运会培养人才,李宁公司也开始进入篮球专业领域。

2003 年 12 月,李宁公司与清华大学经济管理学院和悉尼科技大学商学院合作,联合开设了首个中外合作体育管理硕士项目,为 2008 北京奥运培养优秀的体育管理人才。

6. 2004 年至今——专业化发展阶段

2004 年 6 月 28 日,李宁有限公司在香港联交主板成功上市(股票编号:2331),这是第一家内地体育用品公司在香港上市。

2004 年 8 月,李宁公司与美国 Exeter 研发公司 Ned Frederick 博士合作,共同致力于李宁运动鞋核心技术的研发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年 9 月，第一款李宁牌专业篮球鞋 Free jumper 问世，标志着李宁进入专业篮球产品 2004 年 9 月李宁有限公司集团战略项目完成。

2004 年 10 月，与 DRD 设计事务所合作，进行李宁运动鞋的设计工作。

2004 年 11 月，香港设计研发中心"李宁体育科技发展（香港）有限公司"成立，集中负责设计李宁牌服装产品。

2005 年 1 月，李宁公司与 NBA 签约，成为 NBA 官方市场合作伙伴。

2005 年 4 月，李宁公司与网易结成合作伙伴，共同打造全新的"李宁－网易体育频道"。

2006 年 4 月，李宁公司与国际男子职业网球选手联合会 ATP（Association Tennis Professional）在北京正式宣布建立中国官方市场合作伙伴关系。

2006 年 4 月，李宁公司和中国大学生体育协会达成协议，共同打造全新的中国大学生足球联赛。

2006 年 9 月 5 日，李宁公司推出鞋产品的专业科技平台——"李宁弓"减震科技。

2007 年 11 月 15 日，李宁收购著名乒乓球品牌"红双喜"57.5% 股权。

2008 年 7 月 31 日，李宁有限公司发布公告，7 月 31 日与意大利运动品牌 Lotto Sport 签署协议，以不低于 10 亿港元的价格，获得该品牌在中国为期 20 年的独家特许权。

二、各方观点汇集

（一）《证券时报》（2009 年 3 月 24 日）：大行评价　瑞信上调李宁目标价

瑞信发表报告，维持李宁"跑赢大市"评级，将目标价由 15.74 港元微升至 15.75 港元。报告指，李宁计划 2009 年开设 800 间分店至总数 7000 间，加上预计公司销售增长将超过 15%，毛利可以维持稳定，因此维持预期公司未来 3 年盈利复合年增长率约 22.7%。

无独有偶，野村 3 月 23 日发表报告，将李宁评级由"中性"上调至"买入"，目标价亦由 13.3 港元升至 15.3 港元，相当于 2010 年 13 倍市盈率，对其长远看法仍然正面。

野村指出，评级上调是由于对公司保持增长的能力有更强信心，受益于品牌定位改善，开新店的步伐较原计划为快。另外，相信 2009 财年第三季度订单放缓



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的因素已反映在股价当中。报告指出，相信李宁为北京奥运主要的受惠者，品牌形象得以提高，长远来看，相信会成为体育用品行业的其中一个主要赢家。

(二)《北京日报》(2009年3月20日)："升空点火"助李宁销售涨五成

体操王子李宁手持祥云升空点燃奥运火炬的一幕，不仅令人震撼，也从一个侧面推动了李宁品牌的业绩。昨日，在港上市的李宁公司发布其2008年财报显示，李宁牌产品全年销售额超过63.5亿元，同比上升49.7%，李宁公司相关负责人坦言，去年第三季度，是其销售额大涨的最重要时段。

李宁发布的财报显示，李宁集团2008年收入攀升53.8%，至66.9亿元。其中，李宁牌产品销售额上升49.7%至63.5亿元，占总收入95%。每股基本盈利上升51.9%，至0.69元左右。

李宁表示，去年8月份，该集团利用奥运机遇推行的整合行销策略显著加强了消费者对李宁品牌的认可度。而在奥运会开幕式后，去年第三季度李宁的销售额上涨幅度为全年最高。

"虽然目前全球金融危机来势汹汹，但对于李宁而言，主要销售渠道并不是出口，而是面向国内市场，因此受到的影响相对要小。"李宁集团相关负责人表示，截至目前，该集团在全国共有6917间零售门市店，同比增加1241间。

(三)《中国商界》(2008年12月4日)：李宁：还能创造出多少奇迹

李宁，注定是个不断创造奇迹的人。

1984年，第23届洛杉矶奥运会，他一举夺得3金2银1铜，达到了体育生涯的巅峰，被誉为"体操王子"。

汉城奥运会失利之后的第二年，他的体育用品公司成立。历程20年风雨磨砺，他又不断创造出一个又一个商业传奇，在他的身后渐渐矗立起一座由"李宁"命名的商业帝国。

2008年，第29届北京奥运会，3分钟的点燃奥运主火炬仪式再现奇迹：在随后的两个交易日内，李宁公司的股票逆市飙升，他的身价激增1.5亿李宁再度成为世人关注的焦点。

3分钟点火"烧出"1.44亿元。

"一个中国民族品牌的发展故事，能被作为案例选入教材，特别是哈佛商学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

院的教材,很值得骄傲。"清华大学经管学院王高教授这样评价。

奥运会,自始至终都是李宁和他的品牌最根深蒂固的情结。

当2001年7月13日,北京拿到了2008年奥运会的主办权之后,几乎所有人都把"李宁"与北京奥运会的合作视为水到渠成、顺理成章。但后来的事实却证明,现实并不像人们想象的那样风花雪月。

在北京奥运会赞助商的竞争中,李宁的对手是强大的阿迪达斯。2007年1月13日,北京奥运赞助商招标时,李宁根据自身实力确定的竞标出价上限为10亿元,而阿迪达斯最后的出价是13亿元。已经赞助过中国体育代表团参加四届奥运会的李宁,就这样在家门口被对手压倒。

但是这次挫败并不意味着李宁的奥运战略走进了死局,事实上,他们在后来使出的一系列组合拳充满了中国式的智慧。

最为人称道的,就是李宁另辟蹊径,创造性地走了一条利用媒体平台参与奥运的捷径。早在2006年,李宁便与中央电视台奥运频道签约,为所有主持人、记者量身打造专业服装。在2006年多哈亚运会上,这种合作便已出现。尽管奥运开始前被叫停,但很长时间内,李宁的品牌效果已经达到。一项调查显示,在运动服饰行业中,高达37.4%的被调查者认为,李宁是北京奥运会的赞助商,而真正的奥运赞助商阿迪达斯的认知率只有22.8%。

这个"擦边球"战略,被哈佛商学院当成是经典案例收录,"一个中国民族品牌的发展故事,能被作为案例选入教材,特别是哈佛商学院的教材,很值得骄傲。"清华大学经管学院王高教授这样评价。

有媒体认为,李宁无疑是北京奥运会最大的赢家。"四两拨千斤,李宁笑到了最后"。

据路透社报道,投资者抢购他在香港上市的李宁有限公司的股票,寄希望于他奥运开幕式上的表现能帮助提高公司品牌的全球认可度。

数据显示,开幕式点火后的第一个交易日,李宁在A股重挫、港股小跌情况下出现涨升行情,早盘高开2.17%于18港元,中间一度达到18.66港元的高点,涨幅达5.6%,收盘报18.24港元,全日上升0.62港元,上涨3.519%。而在此之前,李宁股价近半月来已从20港元持续下跌至不久前的17港元左右。据悉,当有消息传出李宁有可能将在开幕式负责点燃圣火之后,其公司股价一扫颓势,昂扬抬头,在8日当天即反弹了3.7个百分点,而11日公司股价再接再厉,在恒指受累A股跌去26点的情况下逆市上扬。

公司股价借李宁飞天点火扭转颓势,李宁自己的身价也受益匪浅。汤姆斯



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



路透数据显示，截至 8 月 11 日，李宁共拥有该公司约 2.668 亿股股票，他个人在该公司的账面财富在 11 日增加 16,542 万港元（约 1.44 亿元人民币）。

目前，还没有数据显示，这位与一个品牌同名的人在开幕式上被世界最大限度地认知，是否会促进李宁公司的销售量。不过，在香港股市国内体育品牌随大盘整体下跌的情况下，李宁公司却逆市上扬，这不得不让人产生遐想。

成为万众瞩目的焦点之后，李宁再出惊人之举：不借点火元素开拓市场。

近日，走进北京王府井的李宁旗舰店，各种肤色的顾客忙于挑选商品，店内气氛异常热烈。正在忙碌的售货员告诉笔者："生意一直很好，这几天顾客更多了。"有业内人士评价，李宁 3 分钟长跑点火，让世人对"李宁"品牌的认知向前跨了三大步。不过，无论在哪一家李宁专卖店，你都难以在店内找到任何一个与"点火"相关的营销元素。

不仅如此，就连奥运期间正式投入使用的"李宁媒体中心"，在网页中也找不到任何关于李宁点燃主火炬的文字和照片。媒体中心负责人任斌表示："我们可以提供李宁运动资源及品牌的最新图文。"谈到关于点火后对近期市场的影响，任斌客气地表示："近期市场统计的数据还没有出来，同时公司已经开会研究，我们不允许谈及'点燃主火炬'对市场影响的问题。"

（四）《北京青年报》（2004 年 6 月 15 日）：李宁体育用品公司香港上市今日路演

北京李宁体育用品有限公司公关部昨日正式表示，公司确实正在谋求在香港主板上市。

昨天下午，李宁公司公关部正式对外发布了消息，"北京李宁体育用品有限公司确实正在谋求在香港主板上市，目前，该公司已经通过了香港联交所的上市聆讯"。另据记者了解，李宁公司将于今天上午正式对外公布上市的筹资数额，并开始在香港进行路演。这对于没有体育用品在港上市的国内企业来说，将是一大突破。

1. 筹资 6 亿元并不准确

昨天，北京李宁体育用品有限公司公共关系部正式向记者表态，李宁公司确实正在谋求在香港主板上市，并于今天开始在港路演，但是由于保密等多方面的原因，李宁公司拒绝在昨天晚上将有关上市的细节发布。此前，有关李宁公司将在香港上市的消息不绝于耳。

据悉，这将是内地本土的体育用品专业公司首次在香港上市，目前，北京李

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宁体育用品有限公司已经委任新加坡发展亚洲融资公司为该公司申请赴港上市。

据悉，根据初步设想，李宁体育希望借在香港上市募集资金4亿至6亿港元。而李宁体育的最大股东为李宁本人，股权比例超过50%。其次是新加坡政府投资有限公司。该公司于2001年底以1,000万美元入股，购买了李宁体育超过30%的股份。

2. 李宁公司欲和国际品牌抗衡

记者了解到，李宁公司在中国有2500家店销售其产品，最近几年的年零售额以10%增长，2003年利润达9,400万元，公司每年的股权回报率达24%左右。

一直以国内品牌著称的李宁公司，从目前的上市等一系列动作来看，正在与国际品牌寻求抗衡，英国《金融时报》称，李宁正试图向投资人证明，他的"中国制造"品牌能够与国际体育用品行业巨头们一争高下。作为体育用品国内第一品牌，李宁公司推出的这两个系列专业运动产品，打破了国际品牌对专业运动产品的垄断。

专业人士评价，专业运动产品代表了国内体育产品科技含量的提高，预示着中国体育用品产业的发展水平正逐步与国际接轨。而开始注重研发，也是李宁公司能够赢得投资人青睐的重要原因。

（五）《新营销》（2004年7月26日）：差点输掉未来 李宁：休闲与运动之间的"二五仔"

早在2003年下半年，李宁在自己的"二次创业"阶段再次启动了一轮全新的品牌变革。长期在中低端大众体育用品市场徘徊的李宁，毅然将自己品牌推广的轴心转向了高端专业体育用品市场。李宁从此正式揭开了在高端市场与耐克和阿迪达斯直接交锋的一场全方位的品牌对决。一年过后，初入高端的李宁并没有感到明显的"水土不服"，它的"耐克式"的推广手法在高端市场成功地遏制住了耐克、阿迪达斯迅猛的发展势头，并且还借势区隔了紧步跟随的安踏、锐步等二线"倔犟"势力。显然，这一记漂亮的"鹞子翻身"被投资者们牢记心中。李宁，从体育明星办公司的光环和迷雾中走过来，艰难但终于逐步走向成熟。

历经七载奔波，李宁魂牵梦萦的上市之梦终于成为了现实。

2004年6月28日，中国大陆第一家体育产业类公司——李宁体育在港正式挂牌。李宁体育首日挂牌成交畅旺，收市价2.35港元，较招股价的2.15港元高出9.3%，新股李宁体育的介入将连日港市大盘低迷不振的阴霾一扫而空，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多空双方交投激烈。

从认购主体的结构来看，李宁体育首次公开募股面向散户投资者发行的部分获得了132.2倍的认购，面向机构发行的部分获得11倍的认购，这说明市场对“李宁体育”个股的看法是一边倒的：前景乐观。

1. 差点输掉未来

1993～1996年，李宁集团每年销售收入增长幅度都在100%以上，1996年达到了巅峰，实现了当时历史的最高销售收入6.7亿元。但是，增长在1997年戛然而止。此后数年，李宁公司的销售收入始终徘徊在7亿元左右。

在世纪之交特别是申奥成功后，体育产业的消费态势正表现出一个明显的转折点。李宁一直以为，市场还是10年前的那个市场，消费者自发运动的意识很模糊，他们没有良好的运动习惯，并且也没有专业运动使用专业体育用品的概念，他们喜欢穿着一套运动服或运动鞋进行各项运动或出入各种场合，在“专业”和“休闲”之间，他们会更侧重于“休闲”。

当市场的快车向专业化、个性化、年轻化急速转弯时，一向对市场走势视而不见的李宁差点儿被甩出了窗外。2001年4月，李宁火速请盖洛普公司为它做了一次全面的消费者调查，调查结果将李宁品牌的暗伤暴露无遗：目标消费者模糊不清。

品牌面临被遗忘的危险。品牌的忠诚度很高，但忠诚的消费者是崇拜李宁的那代人，更加年轻的新生代并不知道李宁是谁，对新生代追逐的流行时尚，李宁品牌是有代沟的。

品牌的个性不鲜明。在真正的消费者眼中，李宁牌的个性与李宁本人的形象是连在一起的，是具“亲和性、民族的、体育的、荣誉的”，并非是李宁公司最近几年奋力打造的“年轻的、时尚的、运动的”品牌个性。

品牌内涵被严重稀释。李宁牌的产品线不断地扩张，让人很难搞清楚他的“旗舰产品”是什么。更多的产品会使得消费者无法弄清楚“李宁牌”到底是什么概念。

形势在变化，市场在演进，李宁品牌若再不换血重塑，就极有可能食古而终。

2. “耐克式”转机

李宁在短短的一年内展开了一系列有条不紊的“耐克式”动作。

李宁迅速构建了一套与中低端大众市场完全相左的品牌推广模式，这套模式与它在中低端操作精熟的传统模式截然相异。在新的品牌推广模式的运作中，李宁改换了原有的品牌推广的对象，将品牌推广的靶心由原来的普通消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者转向了国家级运动队。根据耐克的“金字塔式”的推广思路，李宁将自己原来的“草根营销”进行了彻底的改造。

耐克金字塔推广模式的逻辑是依循体育产品行业内在的运营规律而来的。体育运动人群有一个规律，处在金字塔最顶端的是国家级的运动队，接着是专业运动员，再就是运动爱好者，最下面的是普通消费者。耐克模式的核心就是“以专业体育用品市场来引动大众市场”，这与李宁传统的“以大众市场来发力大众市场”的思路显然是截然相悖的。

李宁和耐克、阿迪一样，将支点定在了形象代言人和赛事营销上。

李宁近来在赛事营销上的一连串动作，就几乎是耐克和阿迪传统策略的翻版，如它与足球明星李铁的签约、对中国奥运男篮希望队的赞助和为 2008 奥运会的积极筹备等就是如此。

3.“中庸”之道

在李宁行将赴港上市的前一周，美国知名媒体《华尔街日报》对李宁品牌大泼冷水，它说李宁品牌是一个摇摆于“休闲”和“运动”之间的“二五仔”，它较耐克、阿迪这样的国际专业品牌技差一筹，又比安踏、锐步这样的大众品牌位高一等，它一直都在“休闲”和“运动”之间犹豫不决，不知道是“休闲”多点还是“运动”多点，这种“骑墙式”的定位终将会扰乱市场的视线，让市场上的消费者无所适从。

李宁常年游走于中低端体育用品市场，自然也沾染了不少“休闲”的习气，近来它极力淡化自己“休闲”的乡土味，上行高端专业体育用品市场。从“我运动，我存在”到“一切皆有可能”，难怪会让人产生定位摇摆的困惑。

专业体育用品在现阶段仅仅只是未来发展的一种趋势。国内对专业体育用品存在着显著需求的人群比例还只有 20%，尽管这个比例较之 10 年前李宁草创期的比例有所提高，但市场含金量并不可观。再加之耐克和阿迪在这一细分市场的强势区隔，于李宁年 35% 的零售增量来说，高端专业体育市场无异于鸡肋。高端专业体育市场对李宁销售额的增长现时并无直接助益，李宁真正的利润来源主要还是来自于原有的中低端市场。李宁现阶段之所以要大额投注高端专业用品市场，真实原因无非有两个：一是利用高端专业用品的推广来引动中低端的主流市场。如果李宁现在孤注一掷，全部压注于目前尚初露端倪的专业体育用品市场，在趋势市场尚未完全成熟并且竞争环境恶劣的情况下，李宁的举动无疑是以卵击石、自寻死路。上市是一把双刃剑，公司上市如走钢丝，事实上，李宁公司对现在这种折中的生存策略都还胆战心惊，为了对冲风险，李宁将募集的很大一部分上市资金用于了策略收购和收购经营其他国际品牌在



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国市场的管理权和代理权。

二是在高端市场预先占位，提前抢点布局，以积极应对未来细分专业体育用品主流时代的到来。尽管专业体育用品目前还只是一种趋势，但趋势迟早会演化为主流，在安踏等国内强势对手尚未拥兵杀入时，自己先行占位，无疑是掠取了市场先机。另外，专业用品也是体育产品品牌进军诸如2008奥运会等综合性赛事的门票，李宁如果不提早在专业产品上积极运筹，就很有可能会错失以奥运"捷径"迅速将自己提升为国际品牌的良机。

本书点评

李宁品牌可是说是伴随着中国从商品经济向市场经济发展的进程而茁壮成长起来的，同时也是中国体育飞速发展的见证。可喜可贺。我认为给予这样有成长性的企业20倍的市盈率实在不高。随着中国国力和体育的不断增强，李宁品牌日益国际化，企业的扩张性是无法估量的。从其2001～2008年营业额来看，是稳步而快速增长的，真正做到了"又好又快"地发展了。所以其股票极具投资价值，说实在的，巴菲特没有选择李宁投资实在是失误，如果巴菲特先生现在是30～40岁青壮年，我想他或许会投资李宁，李宁品牌获得了整个中国体育产品链条的所有利润。

本书点评

随着国民收入不断提高，人民的生活品质也将不断提高，人民的消费结构也将发生质的变化，运动消费将逐步扩大，中国需要一个民族运动品牌，而李宁品牌是当仁不让的龙头品牌。其实我们不能把运动和休闲对立来看，是可以相互交融的。比如，顶级品牌西装阿玛尼，它一套西装高达数万元人民币一套甚至更高，可以说是奢侈品的代名词。但是阿玛尼的牛仔系列也就几百元一件，而阿玛尼休闲也就几千元一件。如果阿玛尼仅靠那几件顶级西装过日子，估计早就喝西北风了，它实际上是靠低端的阿玛尼牛仔和中端的阿玛尼休闲系列来生存的。它将正装和休闲完全对立的风格很有机地结合起来了。所以，李宁应该打双品牌战略或多品牌战略。只要不交叉，就没有问题。高端品牌就是树立龙头地位，但不能仅仅靠这个赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十九章　联想：利用私募上演蛇吞象

一、案情介绍

（一）联想公司简介

1994 年，联想在香港证券交易所成功上市；4 年后，联想生产了自有品牌的第一百万台个人电脑。2003 年，联想将其英文标识从“Legend”更换为“Lenovo”，其中“Le”取自原标识“Legend”，代表着秉承其一贯传统，新增加的“novo”取自拉丁词“新”，代表着联想的核心是创新精神。2004 年，联想公司正式从“Legend”更名为“Lenovo”。

联想在 2005 年 5 月完成对 IBM 个人电脑事业部的收购，新联想的梦幻组合由此形成。交易前，联想的市值为 202 亿港元，其 2003 财政年度的利润为 10.5 亿港元（折合 1.353 亿美元），而 IBM 的 PC 部门在 2003 年收入达到了 96 亿美元。很显然，这是一场“蛇吞象”的游戏。新联想是一家极富创新性的国际化的科技公司，由联想及原 IBM 个人电脑事业部所组成。3 年来，联想的营业额从 30 亿美元跃升到 146 亿美元，全球电脑销量从 400 多万台增长到 2 000 多万台，利润翻了两番多，3 年来联想最大的提高是企业规模、盈利能力、品牌扩展和管理能力。作为全球个人电脑市场的领导企业，联想从事开发、制造并销售最可靠的、安全易用的技术产品及优质专业的服务，帮助全球客户和合作伙伴取得成功。凭借这些技术领先的个人电脑产品，联想登上了中国 IT 业的顶峰，2006 年时联想已然连续十年占据中国市场份额第一的位置。过去联想在拓展海外市场中碰到的最大困难是品牌知名度低，现在我们是收购 IBM 个人电脑业务的联想，IBM 这只“大象”给了联想想要的效果。当初跟 IBM 签了 5 年的品牌过渡期，可是联想提前两年放弃了 IBM 品牌，过去的 IBM－PC 客户已经能接受联想这个品牌了。作为个人电脑第一品牌的 IBM 带给联想的除了庞大的国际采购、运营、销售平台外，还有基于此的全球资源共享。联想现在的产品和技术研发是“三角”结构，美国的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



技术是最前沿的，日本的工艺严谨、精细，中国具有效率优势。利用这个“三角”，我们能够保持技术创新是最前沿的，产品是高品质的，而且是高效率的。最新出版的美国主流媒体《商业周刊》的封面报道题目叫“设计完美的PC”，用6个版报道了联想最新一款PC产品。

联想的总部设在美国罗利，在全球66个国家拥有分支机构，在166个国家开展业务，在全球拥有25900名员工，并建立了以中国北京、日本东京和美国罗利三大研发基地为支点的全球研发架构。2008年3月18日英国《金融时报》在北京发布了“第二届‘FT中国十大世界级品牌’调查结果”，联想荣登榜首，国际化成果再次获得外界高度评价。

联想集团2009年2月2号公布了截至12月31日的2008－2009财年第三财季（自然季度为2008年第四季度）业绩报告。本季度中，联想集团销售额为35.91亿美元（约245.5亿元人民币），较去年同期的44.93亿美元下跌了20%。同时亏损9671.9万美元（约合6.6亿元人民币），其中每股亏损1.09美分。去年同期则盈利1.72亿美元，这也是联想11个季度以来首次亏损。截至2008年12月31日，联想集团净现金储备为15.59亿美元。在营业额下降的同时，联想集团毛利率也下降到9.8%。联想表示，市场持续向入门级个人电脑转换、激烈的价格竞争和汇率波动，影响了集团的毛利率。

联想全球个人电脑的销量同比下降5%，全球市场份额降至7.3%。在截至去年12月31日为止的9个月内，联想集团的研发费用同比减少了11%。

在联想集团大本营，大中华区第三季度销售额为16亿美元，占集团全球总销售额45%。由于经济危机影响持续，集团在中国的总销量较去年同期下降1%（该区整体市场销量下降7%）；美洲区，第三季度销售额为9.04亿美元，占集团全球总销售额25%。由于商用市场持续疲软，加上市场逐步转向低价笔记本电脑，集团在美洲区的总销量较去年同期下降6%（该区整体市场销量下降3%）；欧洲、中东及非洲区第三季度销售额为7.35亿美元，占集团全球总销售额的20%。个人电脑总销量同比下降3%（该区整体市场销量上升1%）；亚太区（不包括大中华区）的销售额在第三季度为3.43亿美元，占集团全球总销售额的10%。联想在区内的个人电脑总销量同比下降23%（该区整体市场销量下降4%）。当中以在印度市场的销量跌幅较明显，主要由于经济危机影响当地商用及高端客户需求所致。

截至2009年1月31日的股权结构（假设优先股获悉数转换）如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

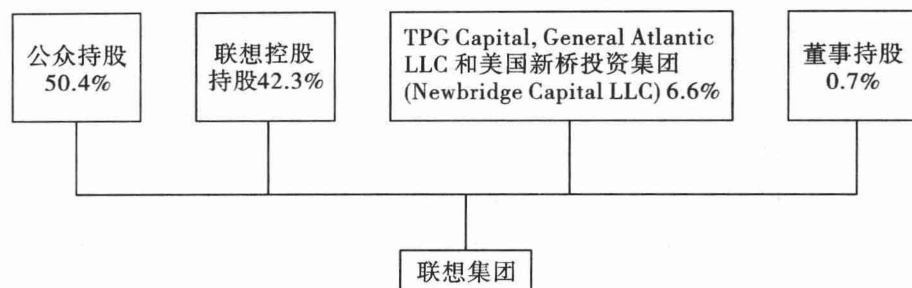


图 29－1　联想 2009 年的股权结构

(二)联想公司发展沿革

1. 第一阶段，联想开始集中精力发展 PC 业务

2000 年联想进军互联网，最大的举动就是于 2000 年 4 月 18 日创办了 fm365 门户网站，可是网站的运营却使联想步入泥沼。现在 fm 365 已经不复存在了。2001 年 6 月，联想与美国 AOL 公司成立互联网合资公司，可公司后来没有开展任何业务，最终联想只能撤资。2002 年联想转攻转型 IT 服务，想从产品性的公司蜕变为以服务带动产品销售的公司，逐步形成 IBM 那种由咨询方案软件带动 PC 硬件的 IT 服务模式，但从中几乎没有获得利润。同年联想在移动通信领域上也没有什么大突破。连年的碰壁终于使得联想陷入创建以来的第一次危机。在 2003 年，除了 PC 业务盈利外，手机、IT、互联网三大业务皆频频告急，共亏损超过 2 亿港元。经过战略反思后，联想选择了战略收缩。联想在 2003 年出售全部 IT 服务和 IT 咨询业务，PC 业务再次成为联想的重中之重，而 IT 服务则沦为 C 类业务。

联想尽管有着在中国成功销售 PC 的丰富经验，可是在一个较为成熟的市场环境下，快速增加市场占有率不是一个简单的问题。联想的智囊团捕捉住了一个来之不易的商机——IBM 的 PC 业务。

2. 第二阶段，寻求 PC 业务发展突破点——在私募基金资助下，收购 IBM－PC 业务

(1)收购谈判。

联想尽管有着在中国成功销售 PC 的丰富经验，可是在一个较为成熟的市场环境下，快速增加市场占有率不是一个简单的问题。联想的智囊团捕捉住了一个来之不易的商机———IBM－PC 业务。而对于一直亏损的个人电脑业务，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



IBM 早已萌生退意,从而可以将资源集中到一些附加值更高的产品线上,比如,大型电脑和全球服务业务。事实上,2005 年 1 月,IBM 向美国证交会提交的文件显示,其上月(2004 年 12 月)卖给联想集团的个人电脑业务持续亏损已达三年半之久,累计亏损额近 10 亿美元。

2004 年 12 月 8 日,联想宣布联想集团以 12.5 亿美元收购 IBM 个人电脑事业部,此次收购包括 IBM 个人电脑事业部所有业务。更为重要的是,IBM 相关研发团队及技术也将全部归联想所有。IBM 拥有的“Think”商标,将归联想集团协议使用。联想将在五年内有权根据有关协议使用 IBM 品牌,并完全获得“Think”商标和相关技术。同时,联想方面拿出初步的商业方案,包括收购范围、收购价格、支付方式、合作方式,根据收购交易条款,联想支付 IBM 的交易代价为 12.5 亿美元,其中包括约 6.5 亿美元现金,及按 2004 年 12 月交易宣布前最后一个交易日的股票收市价价值 6 亿美元的联想股份。交易完成后,IBM 拥有联想 18.9% 股权。此外,联想承担来自 IBM 约 5 亿美元的净负债。

2005 年 1 月 27 日,此次收购的最终协议获联想股东批准通过。

(2)三大私募基金解决回购资金问题。

2005 年 3 月 31 日,联想集团与全球三大私人股权投资公司得克萨斯太平洋集团(Texas Pacific Group)、泛大西洋集团(General Atlantic)及美国新桥投资集团(Newbridge Capital LLC)达成协议,三者向联想集团提供 3.5 亿美元的战略投资,其中得克萨斯太平洋集团投资 2 亿美元、泛大西洋集团投资 1 亿美元、美国新桥投资集团投资 5,000 万美元。三大投资公司的投资占收购总额的 28%,实付收购现金的 53.8%。这 3.5 亿美元将用于收购 IBM 全球 PC 业务,其中约 1.5 亿美元将用做收购资金,余下约 2 亿美元用做日常运营。

根据投资协议,联想集团将向三者发行优先股及认股权证:发行共 273 万股非上市 A 类累积可换股优先股,每股发行价为 1,000 港元,以及可用作认购 237,417,474 股联想股份的非上市认股权证。这些优先股将获得每年 4.5% 的固定累积优先现金股息(每季度支付),共可转换成 1,001,834,862 股联想普通股,转换价格为每股 2.725 亿元港币,截至 2005 年 3 月 24 日(包括该日),连续 30 个交易日联想普通股平均收市价 2.335 亿元港币溢价约 16.7%。每份认股权证可按行使价格每股 2.725 亿元港币认购一股联想普通股。认股权证有效期为 5 年。并且在交易完成后第七年起,联想或优先股持有人可随时赎回。在这些优先股全面转换以及假设收购 IBM PC 业务完成向 IBM 发行相关股份之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，德克萨斯太平洋集团、泛大西洋集团和美国新桥投资集团将共获得联想扩大后总发行股份约10.2%，同时得到了3个董事会席位。假设所有认股权证全面行使，上述投资者将拥有约12.4%的股权。

这三家投资方还为联想吸纳了20家银行提供的五年期6亿美元的银行贷款。这一笔五年期贷款的利率比伦敦同业银行拆借利率高出82.5个基点，BNP Paribas、ABN AMRO、标准渣打、中国工商银行领导了这笔贷款，还有十六家其他银行参加了贷款，贡献了3.45亿美元贷款。

2005年5月1日，联想正式宣布完成收购IBM全球PC业务，任命杨元庆接替柳传志担任联想集团董事局主席，柳传志担任非执行董事。前IBM高级副总裁兼IBM个人系统事业部总经理斯蒂芬－沃德(StephenWard)出任联想CEO及董事会董事。通过收购IBM电脑业务，联想一跃成为仅次于戴尔和惠普的全球第三大PC生产商。

2005年5月5日，联想在宣布完成收购IBM个人PC业务后，表示已购回此前向IBM发行的4.357亿股超额无投票权股份，涉资1.52亿美元(11.87亿港元)，以减低对盈利摊薄的影响。购回协议涉及超额无投票权股份，每股作价2.725港元，较超额股份原先发行价每股2.625港元有1.87%溢价，占公司已发行股本约4.7%，或占已发行无投票权股份约47.3%。

股份回购后，将现金支付部分增至8亿美元，股票支付部分则降至4.5亿美元，也就是说，IBM在新联想的持股比例将由18.9%下降至13.4%。IBM届时将持有8.21亿股普通股份及4.859亿股无投票权股份。联想集团于公告中表示，此前与三家私人股权基金订立的投资协议所得的约3.5亿美元，可用于此次回购股份中，因此，回购股份将不影响公司财政状况。

3.第三阶段，完成收购后的发展阶段。

交易完成后，海外市场成为联想总营业额的重要一员。联想，成为名副其实的“国际化联想”。新联想通过重组使原IBM PC业务实现盈利，几次大的挖角动作，为公司管理层注入了新的活力，并将“势力范围”由企业市场扩展至消费领域，给戴尔、惠普等竞争对手造成了不小的压力。应该说，在第一学年的大考中，联想交出了一份较为出色的成绩单。截至2006年9月30日止的第二财季，联想全球营业额达到37亿美元，去除重组等费用的支出，净利润为3,800万美元。联想在第二财季在全球个人电脑销量增长10%，高于全球市场8%的增长幅度。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过，在美国市场，联想还遇到一些棘手的问题，美国某些政客抛出的“中国威胁论”，美国政府在采购 PC 时也牵扯上了政治问题，国务院宣布将不在机密工作中使用联想 PC，原因是担心来自中国政府的威胁。

2004 年同期，联想的营业额只有 58.78 亿港元，纯利润为 3.368 亿港元；2005 年同期，营业额达到了 196 亿港元，纯利润近 3.6 亿港元；如今，联想的营业额高达 280 亿港元，而利润却只有不到 3 亿港元（不扣除重组费用）。

联想公布 2007～2008 的财年第三季度业绩，据其公告显示，第三季度联想销售额上升 15%，达到 46 亿美元，联想的经营利润率从去年同期的 2.4% 提升到 4.4%，较上季度上升 0.4 个百分点。截至 2007 年 12 月 31 日，其净现金储备为 20 亿美元。

联想集团发布公告，宣布将联想移动的全部注册资本以 1 亿美元的价格出售给 Jade Ahead、小象创投、Ample Growth 鸿长企业及 Super Pioneer 四家公司。而据联想其后发布第三季财报显示，联想移动第三季度销量同比下滑 31%，综合销售额为 1.08 亿美元，占集团总销售额的 2%，占集团总体销售额的比例继续缩小。

受该消息影响，联想集团股价今日开盘大涨 8%。目前，联想个人电脑的全球销量连续第七个季度超越全球个人电脑市场的平均增长水平，同比增长达 22%，远高于市场平均增长的 16%。

联想官方表示，出售手机业务有助于联想贯彻其长期策略发展重心，使集团及管理层可以专注发展其核心个人电脑业务，同时也使其手机业务得以独立运营，制订自己的战略方向。联想集团董事会主席杨元庆则强调，联想未来会全力推动交易型业务模式和消费业务在全球的拓展。

联想公布 2005～2006 财年第四季度及全年业绩：2005～2006 财年营业额达港币 1,036 亿元，增长 359%，全年 EBITDA（除利息、税项、折旧及摊销前经营溢利，不包括重组费用）为港币 30 亿元，上升 154%；全年除税前溢利（不包括重组费用）为港币 12 亿元，上升 7%；全年股东应占溢利为港币 1.73 亿元（包括重组费用）；全年每股基本盈利为 1.97 港仙（包括重组费用）（2004～2005 财年为14.99港仙），于 2006 年 3 月 31 日，净现金储备为港币 61 亿元。

2006 年 5 月 25 日，联想集团（香港交易所股份编号：992；ADR：LNVGY）公布截至2006 年 3 月 31 日止第四季度及全年业绩。第四季度的综合营业额为港币 244 亿元，较去年同期增长 417%，主要来自中国业务表现持续强劲，及在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去年 5 月份新收购 IBM 个人电脑业务的贡献。联想个人电脑销量同比增长为 11%。季内集团录得除税及重组费用前亏损港币 3.17 亿元，主要由于业务盈利受正常季节性因素影响，以及集团对新产品的投入和在全球推出联想品牌等投入。于 2006 年 3 月 31 日，集团的净现金储备总额为港币 61 亿元。董事会建议派发末期股息每股 2.8 港仙。

在 2006 年 3 月，联想公布了一项调整计划，旨在全球各市场提高对客户要求的响应速度，加强集团的全球竞争地位，并提高运营效率。由于这项计划，集团在财年第四季度产生一项相关的重组费用港币 5.43 亿元（7,000 万美元）。在计入该等重组费用后，联想在 2005 ~ 2006 财年第四季度录得股东应占亏损港币 9.03 亿元，每股基本亏损 10.16 港仙。

联想集团董事会主席杨元庆表示："联想在过去一年成功实现了整合首年的各项目标，整合过渡顺利平稳、业务稳定、国际业务得以盈利，对此董事会感到满意。"杨续说："联想在中国的市场份额及盈利能力持续提升，充分显示集团双业务模式的强大竞争优势。同时，我们亦成功保留了新收购业务的主要客户，并提前进入整合进程的第二阶段。"

杨元庆说："展望未来，凭借合并业务的互补优势，联想的丰富潜力将得到充分发挥。在中国，联想将充分利用既有的业务模式竞争力，保持在交易型业务领域的优势，并将利用从新收购业务获取的专业实力，进一步强化关系型客户业务，保持在中国市场的强劲增长势头。在中国以外的地区，将通过复制中国业务模式的竞争力积蓄增长的势能，特别是全球中小企业和新兴市场；与此同时，通过端到端的紧密整合管理，继续加强在这些市场的关系型客户业务。"

联想集团总裁兼首席执行官 William Amelio 表示："联想是一间锐意追求创新产品及高效运营的强大企业。我们现正专注落实各项有助集团成功发展及提升长期盈利能力的举措，当中包括提升运营效率、建立品牌知名度及扩展双业务模式等。"

阿梅里奥说："集团正取得良好进展，我们对过去一年所达到的成绩感到非常满意，并对集团推进所需举措以达致持续盈利增长的能力充满信心。我们将不断追求创新、高客户满意度及高效运营，促使业务不断增长。"

1. 地域概览

在大中华区，联想个人电脑销量在第四季度获得强劲增长，进一步巩固其市场领导地位。联想在中国的个人电脑销量上升 31%，高于市场增长。第四季



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度综合营业额达港币 84 亿元，占集团总营业额的 35%，经营溢利为港币 4.02 亿元。

至于国际业务方面（不包括大中华区），以下为不包括在第四季度产生的重组费用的各地域经营业绩概览。

与去年第四季度比较，联想在美洲区的个人电脑销量维持平稳，综合营业额为港币 74 亿元，占集团总营业额的 30%，经营亏损为港币 2.52 亿元。

亚太区（不包括大中华区）的个人电脑销量下降 5%，第四季度综合营业额为港币 35 亿元，占集团总营业额的 14%，经营溢利为港币 6,200 万元。

在欧洲、中东及非洲区的个人电脑销量下降 3%，第四季度综合营业额为港币 51 亿元，占集团总营业额的 21%，经营亏损为港币 8,700 万元。

2. 产品概览

联想笔记本电脑销量于第四季度创新高，较去年同期增长 14%，主要由集团在中国市场的领导地位所带动。季内，联想笔记本电脑业务的综合营业额为港币 125 亿元，占集团总营业额的 51%。

联想台式电脑销量亦在第四季度创新高，较去年同期增长 9%。台式电脑业务的综合营业额为港币 104 亿元，占集团总营业额的 43%。

集团主要在中国市场经营的手机业务销量在第四季度上升 122%，推动同比营业额增长 109% 至港币 12 亿元。

3. 全年业绩

在 2005 ~ 2006 财年，综合营业额同比增长 359%，达港币 1,036 亿元。联想个人电脑销量同比增长 11%。集团的除税前溢利（不包括在第四季度产生的重组费用）上升 7% 至港币 12 亿元。

计入第四季度所产生的重组费用后，联想于 2005 ~ 2006 财年获得全年股东应占溢利为港币 1.73 亿元，全年每股基本盈利 1.97 港仙（2004 ~ 2005 财年为 14.99 港仙）。

联想第一财季盈利 6,700 万美元 同比增 258%：联想集团昨日公布的 2007 ~ 2008 年财年一财季业绩显示，公司实现营业收入 39 亿美元，同比增长 13%；不计一季度重组费用，除税前盈利 1.23 亿美元，同比增长 258%；扣除重组费用 4,500 万美元，公司税前利润达 7,800 万美元，净利润 6,700 万美元。

联想集团每股盈利 0.78 美分，公司毛利率由去年的 14.3% 增长至 14.9%。截至 6 月 30 日，公司净现金储备为 13 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联想个人电脑全球销量在本季度增长逾22%，超过市场平均增长的13%。笔记本电脑业务继续成为集团营业额的最大来源，笔记本电脑销量在第一季度较去年同期增长26%，综合营业额为21亿美元，占集团本季度总营业额的53%。台式电脑销量在第一季度较去年同期增长20%，台式电脑业务的综合营业额为17亿美元，占集团总营业额的43%。联想集团主要在中国市场经营的手机业务销量在第一季度上升2%，该业务的综合营业额为1.13亿美元，占集团总营业额的3%。

大中华区销售额仍然占据联想集团最重要的位置，一季度综合营业额上升14%至15亿美元，占集团总营业额的39%，其中，中国市场个人电脑销量增长30%，市场占有率达到35.2%。联想在美洲区的综合营业额为11亿美元，占集团总营业额的29%，在美洲区的个人电脑销量季内增加15%。在欧洲、中东及非洲区的个人电脑销量第一季度上升22%，同期，综合营业额为7.55亿美元，占集团总营业额19%。亚太区（不包括大中华区）的个人电脑销量在第一季度上升12%，综合营业额为4.96亿美元，占集团总营业额的13%。

联想集团表示，联想在提升运营效率和控制费用方面的举措行之有效，得以充分利用全球个人电脑市场的成长势头，并在这个季度再次全面取得良好业绩，各个大区的业务均对集团的利润增长带来贡献。

联想集团董事会主席杨元庆表示：并购两年来，通过制定正确的战略和有力的执行，联想的业绩开始呈现可喜的增长势头。我们已经成功地完成了整合过渡阶段，这个并购可以被看做是一个成功的并购。

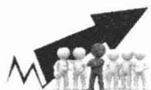
本书点评

说成功还为时尚早，原因很简单。收购IBM目的在于提高品牌力量，品牌就意味着毛利率大幅提升，而联想没有做到；其二，大中华区销售额仍然占据集团重要位置，说明收购后，联想仍然是中国的联想，联想远不是世界的联想。而收购的重要目的是成为世界的联想。换句话说，大中华区的销售额应占集团的小部分。好大喜功有时候是中国企业家的共同特点。

联想公布2007～2008财年第三季度业绩，据其公告显示，第三季度，联想销售额上升15%，达到46亿美元，联想的经营利润率，从去年同期的2.4%提升



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到4.4%，较上季度上升0.4个百分点。截至2007年12月31日，其净现金储备为20亿美元。联想集团发布公告，宣布将联想移动的全部注册资本以1亿美元的价格出售给Jade Ahead、小象创投、Ample Growth鸿长企业及Super Pioneer四家公司。而据联想其后发布第三季财报显示，联想移动第三季度销量同比下滑31%，综合销售额为1.08亿美元，占集团总销售额的2%，占集团总体销售额的比例继续缩小。受该消息影响，联想集团股价当日开盘大涨8%。目前，联想个人电脑的全球销量连续第七个季度超越全球个人电脑市场的平均增长水平，同比增长达22%，远高于市场平均增长的16%。

联想官方表示，出售手机业务有助于联想贯彻其长期策略发展重心，使集团及管理层可以专注发展其核心个人电脑业务，同时也使其手机业务得以独立运营，制订自己的战略方向。联想集团董事会主席杨元庆则强调，联想未来会全力推动交易型业务模式和消费业务在全球的拓展。

联想集团公布了截至12月31日的2008～2009财年第三财季(自然季度为2008年第四季度)业绩报告。本季度中，联想集团销售额为35.91亿美元(约245.5亿元人民币)，较去年同期的44.93亿美元下跌了20%。同时亏损9,671.9万美元(约合6.6亿元人民币)，其中每股亏损1.09美分。去年同期则盈利1.72亿美元，这也是联想11个季度以来首次亏损。截至2008年12月31日，联想集团净现金储备为15.59亿美元。在营业额下降的同时，联想集团毛利率也下降到9.8%。联想表示，市场持续向入门级个人电脑转换、激烈的价格竞争和汇率波动，影响了集团的毛利率。

联想全球个人电脑的销量同比下降5%，全球市场份额降至7.3%。在截至去年12月31日为止的9个月内，联想集团的研发费用同比减少了11%。

联想预计在未来几个季度仍将面临严峻挑战，将努力保持包括中国市场和全球商用市场在内的核心市场的优势，同时加速业务模式的调整，向入门级电脑转换。

在联想集团大本营，大中华区第三季度销售额为16亿美元，占集团全球总销售额45%。由于经济危机影响持续，集团在中国的总销量较去年同期下降1%（该区整体市场销量下降7%）。

美洲区，第三季度销售额为9.04亿美元，占集团全球总销售额25%。由于商用市场持续疲软，加上市场逐步转向低价笔记本电脑，集团在美洲区的总销量较去年同期下降6%（该区整体市场销量下降3%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲、中东及非洲区第三季度销售额为7.35亿美元，占集团全球总销售额的20%。个人电脑总销量同比下降3%（该区整体市场销量上升1%）。

亚太区（不包括大中华区）的销售额在第三季度为3.43亿美元，占集团全球总销售额的10%。联想在区内的个人电脑总销量年比年下降23%（该区整体市场销量下降4%）。当中以在印度市场的销量跌幅较明显，主要由于经济危机影响当地商用及高端客户需求所致。

二、各方评述汇集

（一）赛迪网（2004年12月）：从23年PC产业史看联想收购IBM－PC

23年来PC企业兼并史。IBM于1981年缔造了全球第一台PC机，并且目前每年仍给IBM带来数十亿美元的收入，但公司日前却表示，其PC资产很有可能出售给联想集团，从而正式退出全球PC市场。

事实上，该事件只是全球PC市场日益趋向融合的一个新典型事例而已。在过去的23年间，全球PC市场已经不乏这样的并购和联姻。相信人们对惠普于2001年并购康柏这件事情仍记忆犹新。

而且，此前已经有一大批著名PC制造商陆续退出了市场。如NEC旗下的Packard Bell已退出了美国PC零售市场；Micron电子的相关资产转让给Gores科技公司；AST的PC资产卖给三星电子，三星电子耗资3.77亿美元收购了AST之后，又向这家一直亏损的公司投入了数亿美元，最终在4年后以2亿美元的报价出售了AST；另外，AT&T、Zenith和德仪目前均已经不在从事PC制造和销售业务。1997年，宏基集团收购了德州仪器的PC子公司，但由于难以在美国建立庞大的分销网络，该公司将重点重新转向了欧洲。

事实上，PC市场目前的这场灾难要追溯到2000年。当时，在经历了1985年以来的持续发展后，终于在2000年末止住了增长势头。2001年，全球PC市场下滑四个百分点。此后，全球PC市场进入了一次整合高峰，其中惠普并购康柏就是最典型案例。美国第四大PC制造商Gateway也未难逃此劫，公司最终被迫撤出全球市场，而将业务集中在美国。并且，为了保持竞争优势，公司还于今年3月份并购了eMachines，随后还进行了大规模裁员。最终，经受住这场PC



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



低迷考验的是戴尔公司，公司在近几年始终保持着赢利状态。

上周，Gartner 预计，到 2007 年，全球 10 大 PC 制造商将有 3 家被淘汰出局。Gartner 当时指出，IBM 和惠普将最有可能被淘汰。根据 Gartner 的统计数字显示，全球 10 大 PC 制造商的排名依次为戴尔、惠普、IBM、富士通/富士通西门子、东芝、宏基、NEC、联想、Gateway 和苹果。

可能的幸存者。尽管如此，全球 PC 制造商中仍不乏几家幸存者。其中戴尔将是最可能的幸存者。目前，戴尔是全球最大的 PC 制造商，今年第三季度的市场份额为 18%。即使是在 2000 ~ 2002 年这段最艰难的时期，公司仍然能够实现出货量增长。

同时，苹果公司因为其"个性"也将幸免于此次浩劫。苹果 Macintoshes 系统的设计不同于普通的 PC 机，所使用的处理器和操作系统也各有特色。因此，苹果公司在未来几年内仍将拥有自己的一片空间。

至于联想，公司目前已决定在中国以外的国际市场上大显身手。2002 年，公司制定了海外扩张计划，并且已在硅谷成了办事机构。目前，联想已经凭借 QDI 品牌闯进西班牙的 laptop 市场。而且，公司现已将目光瞄准泰国以及其他东南亚市场。

Forrester Research 分析师 Simon Yates 表示："对于联想而言，购买 IBM 的 PC 资产可能是一件好事，但也可能惹祸上身。目前，联想在中国只是以低端业务为主，但最终，联想将面临在全球如何与戴尔、惠普等顶级厂商进行面对面竞争的问题。"

联想集团是否已经做好这样的准备，这是一个疑问。Enderle 集团分析师 Rob Enderle 表示，他相信 IBM 一定会出售其 PC 业务，但怀疑联想最终是否会成功并购这部分资产。因为如何保持 IBM 当前零售渠道的有效性，仍是一件比较棘手的事情。

（二）《华盛顿邮报》（2004 年 12 月）：IBM 让联想走上全球舞台

联想以 17.5 亿美元收购了资本主义世界最闪亮的名字之一，这使得联想将自己变为全球性品牌企业的计划得到了大大的加强。

这是中国日益将自己融入全球经济的一个巨大标志，方兴东说："联想的举动将激励其他中国企业走向海外。"联想一直是最有望成为全球品牌的中国企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业之一。

联想收购 IBM 个人电脑业务后，目前的董事会副主席兼首席执行官杨元庆将接替柳传志担任董事会主席。联想利用了中国大量的廉价劳动力，使制造成本进一步降低，联想已经连续七年成为中国最大电脑销售商，占有四分之一以上的市场份额。

但是，分析师表示，联想最近出现了明显下滑，瑞银华宝分析师 Joe Zhang 表示："在核心的计算机业务上，联想过去两年的盈利增长陷入了停顿。联想在高端面临着戴尔、IBM 的竞争，在低端面临着大量企业的竞争。联想被挤在了中间，管理层已经用尽了创意。"

一些人认为，中国制造实力的上升主要来自于削减成本能力，坚决奉行低价政策。与基本对外国关闭的日本和韩国市场不同，中国的市场越来越开放了，这意味着跨国公司能和中国竞争对手利用同样的劳动力资源。

联想领导人承认制定全球化目标是因为在本国受到了冲击。柳传志最近表示："我们在中国国内市场正在丧失品牌优势，我们要寻求建立国际知名品牌，这需要很大的勇气和资金。"

科技产业很多人士怀疑，关注价格的中国企业是否能投入大量资金使 IBM 品牌重振雄风。不过，联想已经达到了第一步目的：中国以外的很多人现在知道了联想。

（三）商学院（2007 年 7 月）：私募基金在此次收购中的意义

这三家投资方在联想与 IBM 达成收购协议之前，就开始同联想密切接触，并在促成联想与 IBM 的收购中起到了重要作用，获得如此巨额的战略投资，也使得当初那些看淡此桩交易的人改变了想法。联想董事会主席杨元庆更是兴奋不已："全球三大私人股权投资公司成为联想的战略投资者，对此我们感到十分高兴。他们对企业的运营发展有深入细致的研究，在企业发展战略方面具有很强的规划设计能力，曾经帮助众多著名公司顺利推进整合工作，他们的加入为联想实现顺利过渡和稳健发展奠定了坚实的基础。此项协议充分表明，他们对联想成为全球 IT 领导厂商的前景充满信心。"

对于联想而言，引入三家战略投资者如此巨额的战略投资，既是一个被动的选择，也是"一举三得"的决策。第一，联想集团并没有足够的全球经营经验，只有依靠必要的外来支持才可能度过全球化经营最为艰难的时期；第二，从提



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



供并购融资到成为战略投资者,资本交易的安排保证了双方利益的逐步对接;第三,并购融资可以减少联想自身的资本投入,同时化解财务风险。

(四)中国集体经济(2008年5月):并购的机遇与挑战

联想并购IBM－PC部的优势。判断一例善意收购案是否为双赢,是很困难的,因为收购完成后的企业经营是一个相对长期的过程,需要长期深入的调查,和对多年新企业业绩的理解和分析才能下结论,但是通过对收购原因和收购之后所产生的直接结果来判断一例收购案的趋势是不是双赢,首先确认联想集团在收购中的获利。

联想既然决定走国际化路线,就需要一个响亮的品牌和遍及世界的供货及售货渠道。除此之外,先进的技术与国际化的管理也是至关重要的。IBM的优势正是如此。虽然IBM－PC的业绩亏损严重,其驰名的品牌依旧保持着极高的声誉。而ThinkPad这个商标被允许让联想免费使用5年也可以说使得联想的笔记本电脑全球销售如虎添翼。至于售货渠道及营业范围,IBM－PC则强于联想更多。IBM是一个巨型国际化企业,它虽然不善于对中型及小型客户的销售,但其销售渠道却遍及全球,联想向全球销售PC的道路已经被IBM铺好了。IBM向来以技术著称,虽然PC业务对销售商的研发技术要求不高,但笔记本电脑的更新换代却需要企业有着较强的科研能力,所以联想在技术方面也获利颇多。一个国际化的企业需要国际化的管理和面向全世界的服务,而这方面IBM的员工经验丰富,使得联想不用多走弯路。总之,有了IBM－PC,联想在一夜之间就可以实现国际化,从而达到它的初期目标。以至于杨元庆在新闻发布会上,乐观地称中国的联想马上就会成为世界的联想。

其次,IBM方面又获利多少呢?其实,IBM无论从短期还是长期来看,都是赢家。它得到了17.5亿美元,足可以填补以前的亏损,而更大的好处是,这笔收购的完成加速了IBM的战略转移,让它甩下了包袱,能够专心地做新的更有利于IBM的业务。另外,中国自改革开放以来只有30年,市场尚未成熟,因此中国政府长期以来保持着对市场的宏观调控。据统计,中国政府握有联想27.5%的股份,是联想目前最大的股东。所以说,这笔收购无疑促进了IBM与中国政府的关系,这为IBM在中国市场上的营销给予了很大程度上的帮助。

联想并购IBM－PC部面临的挑战。在一个并不为世界所熟知的中国公司收购了美国的驰名企业后,许多问题随之而来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先就是关于品牌的风险。IBM－PC 是一个很响亮的品牌，而在收购之前，联想在全球的声誉远不如 IBM ，虽然收购长达 18 个月，但对于不少消费者来说,这个消息还是很突然的。这使得很多美国的消费者对产品的质量和售后服务产生了不可避免的质疑。然而，联想方面似乎也早就意识到了这个问题，他们采用了比较理性的办法将其解决。由于联想收购后并没有对原来销售及采购零件的相关人员进行更换，因此对外接口是不变的，也就是说，以前的供应商和用户并没有觉得有太多变化。联想还采取了另外一个强有力的措施，就是在收购完成之后立刻在美国纽约建立了新的总部，将一个新联想国际化的风貌展现在世界面前。另外 IBM 也给予了联想很大的帮助，他们派了两千人的队伍去各大客户和供货商那里稳定军心。这些措施都取得了比较显著的成效。

其次,还有企业文化的磨合的问题。一个跨国收购后形成的新企业会有一个全新的,与以往不同的管理层。人员的构成方面将会更加国际化、多样化。管理层将瞬间会有更多美国人、欧洲人甚至韩国人、日本人的加入。而这些因国家不同而带来的文化差异将直接影响到企业的走向。如这些管理人员在业务发展战略上会有不同的意见,到底是以扩大营业额为主,还是当前马上就以利润为主;另外是扩大毛利为主,还是以控制成本、稳定住老客户为主。而联想也用了较为明智的做法对这个问题进行解决,即进行重要人员的调移,加快企业整合速度。如联想在收购完成当天,就任命前 IBM 高级副总裁兼 IBM 个人系统事业部总经理斯蒂芬·沃德任新联想的 CEO 兼董事会董事。这无疑加强了双方的沟通,使得企业的整合能够更快地步入正轨。此外,IBM 已提名 Robert W . M offat Jr. 及周伟火昆进入联想董事会作为没有投票权的观察员。这一举措不仅能够加强双方的联动力,还能在企业整合上给予新联想建议。因为这两个人都来自 IBM,所以对它在人员优势和劣势都有着比较深刻的了解,特别值得一提的是周伟火昆,他不仅是一名中国人,有着中华文化背景,还是 IBM 的元老级人物,所以他的到来更有助于企业文化的磨合。柳传志在一次访谈中也赞扬了他为联想收购后企业文化的磨合做出的卓越贡献。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十章 迈瑞公司：借助私募迅猛发展

一、案情介绍

（一）深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司介绍

迈瑞公司是中国领先的高科技医疗设备研发制造厂商，同时也是全球医用诊断设备的创新领导者之一。自1991年成立以来，迈瑞公司始终致力于面向临床医疗设备的研发和制造，产品涵盖生命信息与支持、临床检验、数字超声、放射影像四大领域，将性能与价格完美平衡的医疗电子产品带到世界每一角落。时至今日，迈瑞公司在全球范围内的销售已扩展至140多个国家和地区。

迈瑞公司总部位于中国深圳，同时在深圳、北京、美国西雅图设立有研发中心，在中国30个主要城市以及美国、加拿大、英国、荷兰、俄罗斯、土耳其、印度、墨西哥、巴西等国家设立了分公司，在世界各地建立了强大的分销和服务网络。截至2008年7月，全球员工超过5300人。

2006年9月迈瑞公司作为中国首家医疗设备企业在美国纽交所成功上市；同年10月，获科技部批准正式挂牌成立“国家医用诊断仪器工程技术研究中心”，担纲引领民族医疗设备发展之重任，迈瑞公司正朝着世界级优秀企业的宏伟目标跨越发展。

迈瑞公司近期盈利及股权分布情况：

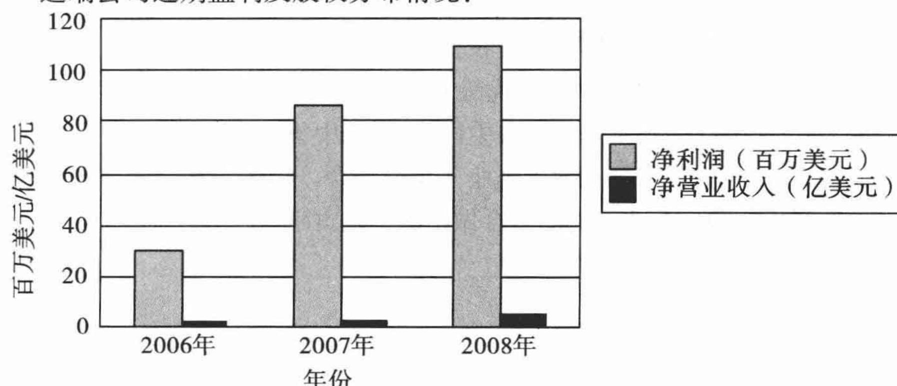


图30－1 迈瑞公司2006～2008年盈利状况图示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

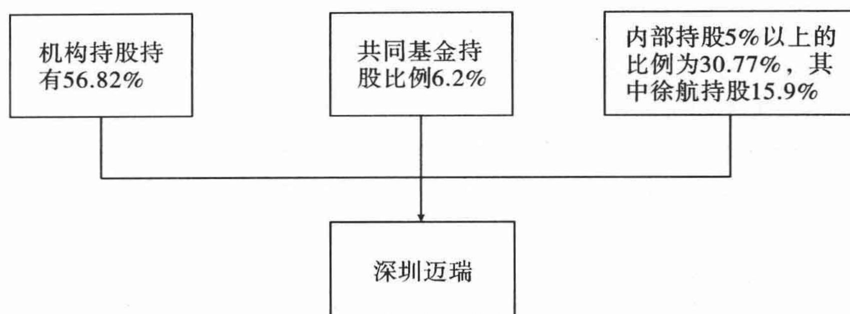


图 30－2 迈瑞公司上市后股东持股状况

相关投资与退出事件：

◎ 投资事件

· 高盛投资迈瑞(4,000 万美元)	风险投资	4,000 万	美元	2005 年
· 华登/JAIC 第二轮投资迈瑞(600 万美元)	私募投资	600 万	美元	1999 年
· 华登第一轮投资迈瑞(200 万美元)	风险投资	200 万	美元	1997 年

◎ 退出事件

· 迈瑞医疗收购 Datascope 病人监护仪业务(2.02 亿美元)	兼并收购	20,200 万	美元	2008 年 3 月 12 日
· 迈瑞上市(NYSE:MR;2.7 亿美元)	公开上市	27,000 万	美元	2006 年 9 月 26 日

(二)迈瑞公司发展沿革

公司的发展过程,也是公司管理团队与管理理念逐步摸索与完善的过程,总结公司发展所经历的三个历史阶段,可以充分感受到迈瑞公司过去每一步成功的坚实和未来稳步发展的信心。

第一阶段:创立与探索(1991 ~ 1997 **年**)。

从创业初期直至三大领域产品方向逐步建立的过程中,公司形成了以研究开发为核心竞争力的企业竞争优势。

迈瑞成立之初,主要业务是代理国外的医疗设备中的病人监护产品。而迈瑞很快发现了代理机制下,国外产品价格过高,且在中国市场上遭遇“水土不服”的问题。

由于产品没有进行本土化,当时很多中国客户对国外设备都不满意。迈瑞



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



创始人之一徐航解释说:“首先,产品的操作界面没有中文翻译,另外,设备的电源是根据国外的环境标准设计的,中国当时医院还没有空调和防尘的条件,因而设备的故障率非常高。”

代理的营销模式,不仅使迈瑞看不到国外厂商的研发、设计和技术服务环节的核心内容,也让国外厂商无法了解自己终端用户的需要。徐航说,“许多进口产品的一个小部件的调换就要花上几个月的时间。”售后服务的滞后,是许多用户所无法接受的。

另一方面,国外产品昂贵的价格也让中国老百姓不堪重负。徐航举例说:“当时,我们代理的国外产品,价格上是现在迈瑞自主研发的某些低端产品的三倍以上,而性能却与迈瑞目前的低端产品相差很远。”

因此,尽管代理的利润很高,但迈瑞几个技术出身的创业者还是把目光投向开发自主知识产权产品上,并期望通过在几年中铺开的销售渠道打出自己的品牌。

第二阶段:自主研发、国内领先(1997～2002年)。

境外风险投资基金的成功引入使公司如虎添翼。近五年,公司在注重保持研发实力、拓展市场销售网络的基础上赢得了各项财务指标的稳步成长,在国内行业中确定领先地位。

1997年,美国华登集团200万美元的风险投资基金的注入加速了迈瑞的发展。1998年,中国新《公司法》还未颁布,风投帮助迈瑞建立起董事会领导下的总裁负责制,使公司的治理结构更加规范。至此,迈瑞逐步建立了国际认可的企业管理模式。同时,公司攻克技术难题,形成了现在的三大产品线:病人监护、临床检验和数字超声,价格比国外同类产品低30%。

迈瑞最初的市场定位是“提供最优性能价格比”,即“在同等价格上,我们产品的质量和性能达到最好;在同等质量、性能下,我们的价格做到最低。”如今,行业及市场共识认为迈瑞的价值更在于创新,其自主开发生产的产品有近40%打入了国际市场。在中国做一个有国际竞争力的高科技企业,这本身就是一个创新。

同时,迈瑞在技术研发上也走出了自己的路子。在医疗设备行业,一代新产品开发出来以后,往往需要很多年才会更新换代。迈瑞打破了这种行业内的普遍状况,加快产品的更新周期,使用户能够不断地使用到性能高、质量好、价格低的新产品。

医疗设备是一个技术复杂、生产批量小、质量要求高的行业,加之人本身健康需求造成的市场刚性,使得高投入、高利润和高价格成为该行业的长期特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而迈瑞的价值就体现在控制成本、降低价格、让病人得到实惠上。

迈瑞在产品的研发和设计上，包括在材料的使用和研制环节，就引入了成本控制的概念，使得新产品的成本得到有效控制，而老产品的成本也可以通过不断优化应用技术和材料而持续降低。

在技术提升的同时，迈瑞也注重渠道管理上的创新。迈瑞的销售渠道采取一级代理的模式，减少中间环节，使得终端销售价格下降。

更为重要的是，迈瑞在降低成本和实现利润之间找到了平衡点，既让消费者得到实惠，也保持了企业的高利润。经过风险投资对技术以及资金平台的完善改造，2000 年以来，迈瑞的销售额以年均 50%、净利润 100% 的速度增长。2007 年，公司净利润 8,110 万美元，同比增长 75%。

第三阶段：国际化发展、专业领域的多元化（2002 年至今）。

迈入 WTO 后的新时代，随着公司改制的成功，公司抓住机遇、稳健开拓国际化发展和专业化领域的多元化发展之路。借由在美国纽交所成功上市之利，力争在近几年内发展成为国际知名的医疗设备企业。

在美国纽约交易所上市，实现了迈瑞成为国际化企业的目标，公司未来几年的战略目标就是加速扩大国际市场的份额。

从业务方面看，迈瑞公司财报数据显示，2006 年迈瑞的总营收为 15.15 亿元人民币，其中国内市场和国际市场分别约占 51% 和 49%，基本持平。与 2005 年相比，国内市场增长 24.3%，国际市场则增长 62.9%。目前，就监护仪产品来讲，迈瑞一家的出口量已经占据国内出口总量的 63%。

"迈瑞更大的市场绝对在海外。"2000 年时，华登投资和迈瑞团队就此达成了一致看法。徐航举例说，目前在发达国家的医疗机构每 100 张床一般都要装备 40 台左右的监护仪，而中国最好的医疗机构也只能装备 20 台，更何况每 100 张床装备一两台的非常多。国外市场的容量非常大，美国和欧洲共占据全球医疗设备使用量的 70%，而中国则只有全球的 5% 左右。目前，迈瑞已经在国外近 120 个国家销售产品。

在今年 5 月，迈瑞斥资 2.09 亿美元收购了与其有五年合作关系的老牌美国知名厂商 Datascope 的生命信息监护业务。

徐航透露，双方合作之初，是由迈瑞替 Datascope 做两个产品的设计和生产。对方公司深知迈瑞的实力和成长前景，为了避免日后行业内的同质竞争，主动提出将公司的核心业务出售给迈瑞。同时，Datascope 在美国和欧洲几十年建立起的品牌、渠道和 IT 网络技术优势能够很好地和迈瑞形成互补。

目前，迈瑞在资金架构上已经实现国际化；但在品牌和员工管理上，还是一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个中国企业。迈瑞迫切希望引入更多优秀的国际化人才，在文化上取得兼收并蓄，更深入地开拓立足国际市场。

二、各方评论汇集

（一）《科技创业》（2003 年 2 月）：深圳迈瑞如何获得风险投资

经过引入风险投资和走近香港创业板的洗礼，深圳迈瑞的生命信息监护产品的汇总市场占有率已紧跟安捷伦 GE 之后排到了第三位。1991 年，靠台湾地区一位老太太投资 90 万元起家的民营企业深圳迈瑞生物医疗电子有限公司，10 年间已经发展成中国最大的生物医疗电子产品供应商。

从议事厅到用股权投票。

在建立起自己的市场分销网络，获得市场经验后，迈瑞开始研发、销售有自有知识产权的病人生命信息监护产品、临床检验设备。这样，快速发展中的迈瑞公司就遇到了所有高科技企业面临的问题——资金压力。

1995 年底，摩根士丹利的一位律师建议徐航，按照美国高科技企业发展模式，先由 VC 投资，然后做大规模到境外上市。

尽管风险投资部控股、不参与经营，但他们一些经营管理理念却让徐航等搞技术的人学会了怎样做企业。按照华登集团市场先于销售的建议，他们加大了市场推广力度，建立起遍及全国的销售和客户服务网络，直接与安捷伦、GE 等国外竞争对手抗衡。

在风险投资的帮助下，迈瑞很快建立起董事会领导下的总裁负责制，这种规范的法人治理结构，使得公司责权明确，不仅提高了决策效率，也调动了经营者的积极性，至今三个创始人仍亲密无间。1998 年，迈瑞接受资本方建议，聘请了一位职业经理人——新加坡籍陈泽民做常务副总裁。陈有过西门子公司的长期工作经验，这使得迈瑞很早便开始按国际规则办事。

1999 年，华登集团决定二次注资。这次华登集团带来了日本软库、日本亚洲、亚洲盛昌三家风险投资公司，共投入了 600 万美元。2000 年，迈瑞已全部通过了中国证监会和香港联交所的有关程序，只剩临门一脚。但最后关头，由于当时香港创业板处于低点，迈瑞收回了“这一脚”。香港创业板的持续低迷及香港社会对高科技的理解有限，是促使他们回来的主要原因。

迈瑞的高速增长和良好业绩，早已引起国内资本市场的关注。2002 年上半年，迈瑞又进行了一次股权改革，说服外资出让股权，由外商独资企业变更为汇总外合资企业。这次股改后，联想投资、强生控股等多家国内企业成了迈瑞的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的战略合作伙伴。新资金引入后，迈瑞首先要致力于继续挖掘国内市场潜力。自20世纪90年代以来，中国医疗设备市场以年均20%的增长率迅猛发展，2000年，市场容量已达到220亿元，2010年将达到300亿元。在生命信息监护市场取得稳固市场占有率的同时，迈瑞还将针对中国中档市场，进一步扩充和完善临床检验设备和超声设备产品线，增加盈利能力。其次是开拓国际市场，从2000年开始，迈瑞产品已销售到40多个国家和地区。未来3到5年，迈瑞都会以平均100%的速度扩大出口。

（二）《经济观察报》（2006年10月28日）：迈瑞医疗——下一个华为

迈瑞医疗是中国领先的高科技医疗设备研发制造厂商，同时也是全球医用诊断设备的创新领导者之一。"我们的产品行销超过125个国家，开拓国际市场以来的五六年，我们的海外市场销售收入每年都会翻一番。"

董事长徐航表示，选择门槛比较高的纽约上市，就是为了拓展迈瑞的国际市场知名度，也方便吸引更多的国际人才，"很快我们将设立美国分部和美国研发中心。"

1. 研究的生命线

中国第一台血氧饱和度监护仪、中国第一台自动无创血压监护仪、中国第一台全自动血液细胞分析仪、中国第一台全数字彩色多普勒超声诊断仪……迈瑞医疗的名字跟大量的第一联系在一起。

"公司成立以来最大的发展动力和根源就是研发。"总裁李西廷说，"我们的研发条件不输于任何国际知名企业，我们每年都坚持把10%销售额投入研发。"

一位员工介绍，公司每年都要招收超过300名应届硕士充实到研发队伍。迈瑞近四成的员工服务于研发系统，至2005年底，研发人员已达800余人。为了让员工能安心科研，迈瑞一度坚持为员工购房提供无息贷款，一直到近年来美国上市的需要才停止这一做法。

研发对销售的拉动作用显而易见。如监护仪领域，跨国公司本来垄断了国内70%以上的市场份额，由于迈瑞的产品出现，跨国公司目前只剩下30%的市场份额。

据深圳一家窗体顶端窗体底端医院人士介绍，由于迈瑞监护仪、B超等产品的大量推出，近10年来，国内此类医疗设备大幅度降价六成以上。以监护仪为例，在迈瑞1992年研制出国内第一台监护仪前，当时行销的产品进口价高达七八万元，迈瑞的产品售价低至5万元一台，一下就将价格拉低了两三万元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据深圳海关统计，目前国内出口海外的高端医疗设备，每 100 台监护仪中，迈瑞就占 61 台，每 100 台 B 超中迈瑞占 32 台。去年，迈瑞年销售收入突破 10 亿元，预计今年将达 18 亿元。财报显示，今年前六个月，其净所得为 2,060 万美元，营业收入约为 8,500 万美元。

徐航表示，与 GE、飞利浦这些国际巨头相比，迈瑞只能算个小企业，目前迈瑞取胜市场的最大优势在于：研发成本比很多国外公司的成本要低，通常只有欧美企业的 20% 左右。

2. 国际化设想

一家风险投资商表示，迈瑞高速增长的背后是这个行业的快速发展。自 20 世纪 90 年代以来，中国医疗设备市场以年均 20% 的增长率迅猛发展，2000 年市场容量已达 220 亿元，2010 年将达到 300 亿元。

迈瑞于 1997 年获得国际著名风险投资机构华登的投资，1999 年再次得到多家国际风险投资基金的投资。截至上市，高盛投资基金依然还有股份。

而他们的野心并不只是国内。徐航表示，目前全球医疗市场美国占到 40% 左右，日本约 14%，欧洲超过 20%，中国才 5% 左右。而迈瑞 2005 年营业收入 58% 来自国内，只有 25% 是来自亚洲以外的区域。

“融资并不是我们在纽约上市的原因，我们是为了拓展国际市场和完善公司治理。未来我们也可能采取购买技术、购买销售渠道的方式加速国际化。”徐航称。

目前，迈瑞已经在美国、加拿大、英国、土耳其、中国香港等地设立了分支机构。其招股说明书披露，未来还计划在巴西、印度、俄罗斯设立分支。

据迈瑞方面介绍，迈瑞产的窗体顶端窗体底端性价比相比国外同类产品要高，同一品质的产品，迈瑞要比欧洲同类产品便宜 25% ~30%。令他们津津乐道的是，从英国伦敦皇家医院，到欧洲最大的艾滋病治疗医院，都安装了大量迈瑞的产品。

这得益于迈瑞在品质上的追求，从 1995 年开始，迈瑞的产品陆续获得德国的 ISO9001 质量体系认证、依照欧盟法规获得 CE 认证、通过美国国家食品和药品监督管理局（FDA）的市场准入。

（三）《深圳特区报》（2007 年 3 月 2 日）：深圳迈瑞在纽交所成功上市

深圳迈瑞成为中国首家在纽交所上市医疗设备企业，业界认为，这标志着中国医疗设备企业获国际主流资本市场认可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者昨天从深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司获悉,该公司日前成功在美国纽约证券交易所上市,成为中国首家在美国纽交所上市的医疗设备企业。迈瑞董事长徐航表示,纽交所是为全球企业所尊崇的上市地,这与迈瑞致力于成为国际性大公司的战略非常吻合。

有百年历史的纽交所是全球最大的证交所、国际资本最集中的市场。它对上市公司的资产、利润和管理有严格的评审标准,上市的难度较大。

迈瑞从开发监护产品起家,目前掌控着国内监护产品最大的市场份额,并在临床检验及试剂、数字医学超声成像、生化分析仪等领域均取得市场领先地位,成为目前中国医疗设备行业的领军企业。目前,迈瑞已建立起一支800多人的研发团队,每年把10%的销售收入投入研发,今年的研发投入预计将达1.7亿元。上半年,该公司销售收入同比增长49%,出口增长76%,预计全年销售收入可达16.8亿元。

迈瑞在快速发展中,曾多次得到国际著名投资机构的注资。10年前,迈瑞两次获得美国华登投资公司等风险投资基金的投资;去年,又成功获得国际一流投资银行高盛的注资。

业界认为,迈瑞在纽交所成功上市,标志着中国医疗设备企业获得了国际主流资本市场的认可。迈瑞高层对此也非常兴奋,认为是其“发展史上的重要里程碑,朝国际化大公司方向前进了一大步”。迈瑞公司发言人表示,上市使迈瑞完成了从国际业务到国际资本的拓展,有效解决了资本补充来源的问题,更具国际竞争力。

同时,上市将引进更多优秀的国内外战略合作伙伴,向医疗设备更多领域发展,招揽更多的国际人才,建立起更广泛的国际技术交流平台。

据悉,迈瑞上市筹得的资金将用于技术改造、新产品开发和新的市场营销网络的扩建。

(四)《医药经济报》(2007年4月):深圳迈瑞:中国医药健康概念海外“牛”股

2006年上市的深圳迈瑞,是中国医疗监护设备的领军企业。深圳迈瑞创办于1991年,是徐航和他的创业伙伴从代理国外器械类产品起家的,1995年代理费收入几千万元,开始萌生做自主研发产品的念头。但是在经过两年的新产品开发投入,产品尚未定型,资金花费许多,公司陷入困境,部分创业者选择离开的时候,徐航领军的迈瑞没有退缩,而是大胆引进了风险投资基金,成功地研制



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出自己的产品，并在市场上取得很好的销售业绩。国产第一台血氧饱和仪，第一台无创血压自动监护仪，第一台全自动血液细胞分析仪，第一台全数字彩色多普勒超声诊断仪都是由深圳迈瑞研制成功的。公司经过16年的创业，不仅在国内市场打出了品牌，在国际市场也站稳了脚跟，其诊断监护产品已经销往125个国家，具有明显的价格竞争优势。2000年起，公司的销售每年增加50%，利润增加100%。2005年该公司收入超过10亿元人民币，2006年销售达到15亿元人民币。目前深圳迈瑞50%的产品销往国外。连英美主流市场的医院和病房中都可以看到深圳迈瑞的监护仪。

正因为良好的业绩，深圳迈瑞在美国NYSE才会有如此好的表现。公司路演反应火暴，上市定价高出估计，上市当日收盘，股价上涨30%。不仅当年参股的VC赚得乐开了怀，连IPO认购者也赚了不少。高盛投资在上市前就以私人股本投资方式入股，上市后还继续看好深圳迈瑞，表示将继续持有其股票。公司现在25亿美元的市值和50倍的市盈率值已经不低，但还是受到了许多投资者的喜爱。因为投资者看好深圳迈瑞未来几年的发展和股价的上涨空间。据深圳迈瑞最近公布的资料显示，公司在股票锁定禁售期内，又出让了982万多原有股东的股份，既满足了部分投资者的需求，又可在不引起股价波动的情况下，让创业者大股东平稳套现。这种交易只有在股票比较坚挺，投资者愿意长期持有的情况下才能实现。从这个意义上讲，深圳迈瑞不愧为中国医药健康概念的海外“牛”股，有望成为中国医疗器械行业的“华为”。

本书点评

包括联想在内的众多国内知名制造类企业，其发展模式可以归结为：“贸技工”，贸易起家，通过研发取得自主知识产权的产品，吸引投资者扩大生产规模。这类企业可以说是时代的产物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十一章 蒙牛

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

蒙牛乳业集团成立于1999年1月份，属中外合资企业。从蒙牛官方网站看，外资成分不详。总部设在内蒙古呼和浩特市和林格尔县盛乐经济园区，总资产达60多亿元，职工2.9万人，乳制品生产能力达330多万吨/年。到目前，蒙牛集团在全国15个省市区建立生产基地20多个，拥有液态奶、冰淇淋、奶品三大系列300多个品相，产品以其优良的品质荣获“中国名牌”、“中国驰名商标”、“国家免检”和消费者综合满意度第一等荣誉称号，产品覆盖国内市场，并出口到蒙古、东南亚、美国塞班及港澳等国家和地区。创业7年，他们创造了举世瞩目的“蒙牛速度”和“蒙牛奇迹”。截至2005年底，主营业务收入由0.37亿元增加到108亿元，年均递增158%；年度纳税额由100万元增加到4.87亿元，年均递增180%；净利润由53万元增加到4.56亿元，年均递增208%；主要产品的市场占有率达到30%以上；UHT牛奶销量全球第一，液态奶和冰淇淋销量居全国首位；乳制品出口量全国第一。作为农业产业化国家重点龙头企业，蒙牛在生产基地的周边地区建立奶站3,700多个，至今已累计收购鲜奶650多万吨，为农牧民累计发放奶款120多亿元，仅2005年一年就发放奶款42亿多元；目前，日均收奶量达到近9,000吨，位居行业第一。在社会公益事业上，2003年，率先捐款、捐奶1,200万元抗击非典；2004年，为全国教师捐奶3,000多万元；2004年6月1日，蒙牛在香港成功上市；2005年，出资1,000万元参与呼和浩特奶牛风险基金的设立，董事长牛根生捐出全部个人股份设立“老牛专项基金”；2005年，由蒙牛乳业集团与湖南卫视联合打造的“蒙牛酸酸乳超级女声”青春女孩秀，全国震撼；2006年，积极响应总理号召，率先向全国贫困地区500所小学捐赠牛奶一年，预计受益小学生在7万～10万人，总价值达1.1亿元。蒙牛历年财务指标如表31－1：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 31-1 蒙牛历年财务指标

人民币(千元)

	2007.12	2006.12	2005.12	2004.12	2003.12
营业额	21,318,062	16,246,368	10,824,950	7,213,827	4,071,468
除税前盈利/(亏损)	1,130,310	942,320	617,135	410,553	293,788
税项	-21,658	-76,032	-61,612	-18,454	-61,458
除税后盈利/(亏损)	1,108,652	866,288	555,523	392,099	232,330
少数股东权益	-172,866	-138,936	98,676	72,706	-67,958
股东应占盈利/(亏损)	935,786	727,352	456,847	319,393	164,372
股息	-187,535	-149,718	-93,873	-141,913	-61,860
除税及股息后盈利/(亏损)	748,251	577,634	362,974	177,480	102,512
基本	66.4	53.2	36.5	35.7	19.2
摊薄	66.4	53.2	33.4	28.5	-

(二)历史沿革

1999 年,在中国乳业老大伊利当了 10 年生产经营副总裁的牛根生因故黯然离职了。失业的牛根生决定自己创业!东拼西凑了 900 万元,于 1999 年 8 月 18 日注册成立了“内蒙古蒙牛乳业股份有限公司”。包括牛根生在内的 10 位创业者有 5 位是来自伊利,可谓经验丰富、业绩彪炳。900 万元相对于创业者心中的宏大目标实在太寒酸了,但牛根生们对乳品行业的运营规律有着深刻的认识和把握,他们拥有广泛的人脉关系和可资利用的市场渠道。蒙牛在第一个年头剩下的 3 个半月就实现了 3,730 万元的销售收入。过了这道坎,蒙牛就没有什么办不到的事了,它的销售收入开始以 223% 的年复合增长率上升。2000 年是 2.467 亿元,2001 年升至 7.24 亿元,2002 年再升至 16.687 亿元,2003 年跃过 40 亿元!产量由初期的 5 万吨增至 2003 年的 90 万吨。根据 AC 尼尔森在中国 24 个省份的调查,蒙牛液态奶的市场份额超过了 20%(以销售额计)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年已驶入快车道的蒙牛对资金仍然十分渴求，资本的注入对其成长至关重要。当时国内握有数亿资本的投资人不在少数，而蒙牛却是被顶级国际投资人相中的。今天看来，摩根们选择投资目标的功夫令人佩服，2002 年 10 月和 2003 年 10 月，摩根、英联、鼎辉分两次向其注入了约 5 亿元资金。蒙牛的业绩得到投资机构的认可，但是钱并不是直接投给蒙牛的。因为根据中国法律，合资企业的股权转让需由商务部批准，并且两次交易的时间间隔不得少于 12 个月。也就是说，中外合资企业的股权根本无法自由交易，更不必说在国际上流通了。为了接受这三家机构的投资必须进行一系列的企业重组。

首先，需要在境外建立一个框架，以便安放各方利益。2002 年 9 月 23 日，蒙牛的 10 位发起人在英属维尔京群岛注册成立了金牛(BVI)。同日，蒙牛的投资人、业务联系人和雇员注册成立了银牛(BVI)。再由金牛和银牛各自收购开曼群岛公司 50% 的股权，而毛里求斯公司是开曼群岛公司的全资子公司。(见图 31－1)

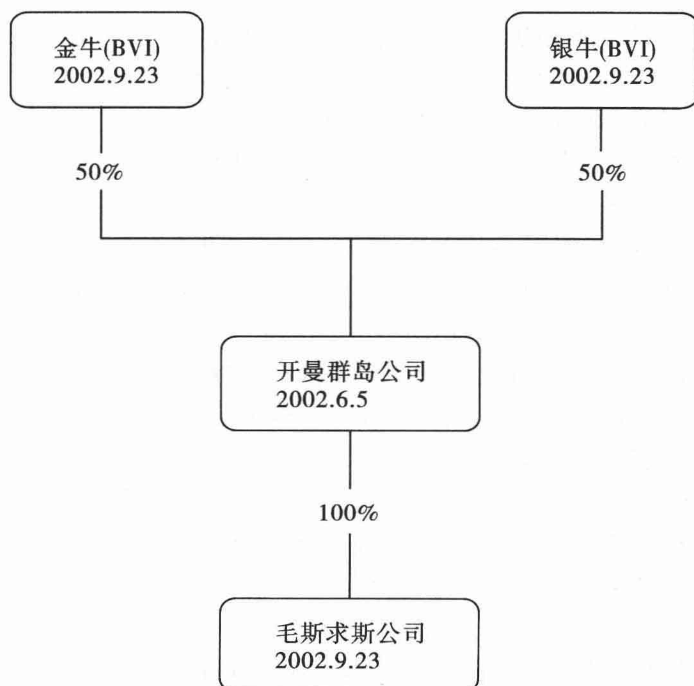


图 31－1 海外控股公司原始框架图

2002 年 10 月 17 日，三家投资机构以认股方式向开曼群岛公司注入约 2,597万美元(折合人民币约 2.1 亿元)，取得了 90.6% 的股权和 49% 的投票



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权。该笔资金经毛里求斯公司,最终换取了大陆蒙牛66.7%的股权,其余股权仍由发起人和关联人士持有。“内蒙古蒙牛乳业有限公司”得到境外投资后改制为合资企业,而开曼群岛公司也从空壳演变为在中国大陆有实体业务的控股公司。

在三家投资机构进入前,金牛、银牛的股东组成与“内蒙古蒙牛乳业有限公司”的股东及高管组成是重叠的。在企业重组后,他们对蒙牛的控股方式由境内身份直接持股变为通过境外法人间接持股,这种安排为开曼群岛公司以“红筹”方式在海外上市铺平了道路(中资企业不经批准是不可以在海外上市的)。合资企业的境外母公司是否可被视为外国公司,要看其股东的身份和向大陆投入资金的来源。当年祝维沙为了让裕兴以“红筹”方式在海外上市,购得南太平洋某小国的护照成为了外国公民。解决股东身份问题后,还须提供在境外合法获得资金的相关证据,这在严控资金外流和打击洗钱的大环境下谈何容易。三家外资机构注入资金,使蒙牛境外上市的身份问题举重若轻地解决了。

任何投资者与企业的谈判都会遇到企业估值这个核心问题。许多人至今还习惯以净资产为依据给企业估值。其实,只有能产生效益的资产才有价值,沉睡的资产只能在向银行贷款时充当抵押品。企业的价值在于它的赢利能力,成熟投资者对企业的估值是建立在对企业以往业绩的评判和未来业绩的预期上。在租来的房间办公、净资产只有几十万的公司,凭良好的业绩可能被估值为几千万元。目前主流的估值方法是“自由现金流折现法”,其他更复杂的模型却也未见得准确。有一种十分简单的算法,是从股票市场借用来的:即以公司预期利润乘以市盈率得到该公司的估值。这种说法不见得严密,但我们的企业家听得懂,在引资和并购中常爱就市盈率的高低讨价还价。蒙牛2001年税后净利润3,344万元。3家投资机构投入资金约合人民币2.15亿元,间接获得大陆蒙牛60.4%的股权(90.6%×66.7%),对蒙牛的估值为3.5亿元。新蒙牛资产中的2.15亿元是外来投资者注入的,所以对蒙牛本身的估值为1.35亿元。以2001年净利润为基准市盈率正好是4倍,对风险投资来说是相当不低的。这主要是因为蒙牛经营已历时3年,发展势头迅猛,可以被认定是一家十分优秀的企业。

3家投资机构给出4倍的市盈率本来不低,但如果以2002年7,786万元的利润为基准计算出的市盈率只有1.7倍。在估值方面不顾及蒙牛业绩的高速成长显然是不公平的,也不利于调动管理团队的积极性。另一方面,对被投资企业来说,外来投资人占有90%以上的股权是无法接受的,那样岂不是等于被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购了？

三家投资机构设计的精巧安排解决了这两个问题。首先，是股权与投票权的差异化安排：管理团队持有的A类股票享有的投票权10倍于投资人所持的B类股票，这样投资人享有90.6%的收益权而管理团队则握有51%的投票权。其次，三家投资机构为蒙牛设定了"表现目标"，达到这个目标时，每股A类股票可转为10股B类股票，管理团队享有的股权和投票权将统一为51%。"表现目标"的具体细节没有披露，只知道蒙牛用一年就跨越了这个目标。A类股票转为B类后三家机构间接持有大陆蒙牛32.7%的股权，对蒙牛的估值约为6.5亿元。扣除外部投入后，对蒙牛的估价为4亿元。如市盈率为5倍，可反推出表现目标规定的利润指标大约是8,000万元，较2001年增长了30%。蒙牛只用一年时间就完成了表现目标令人震惊！三家机构投资令国人为之一振，国际顶级投资机构的钱，我们的民营企业也能拿到了！

表31－2　首轮投资后蒙牛股权及投票权表

	金牛	银牛	摩根	英联	鼎辉	合计
A类股票	3%	6.4%	—	—	—	9.4%
投票权	16.3%	34.7%	—	—	—	51%
B类投票	—	—	60.4%	19.2%	11%	90.6%
投票权	—	—	32.7%	10.4%	11%	49%

计算说明：

假设A、B两类股票合计1000股，其中A类94股（30股＋64股）、B类906股。A类股票持有人每持有1股可投10票，B类股票持有人每持有1股可投1票，则一共可投的票数为$94\times10+906=1846$票。

则，金牛投票权$=30\times10/1846=16.25\%$，银牛投票权$=64\times10/1846=34.67\%$

获得第一轮投资后，蒙牛的业绩增长令人惊讶。激烈的市场竞争中企业不进则退，迅速成长中的蒙牛对资金的需求仍然十分巨大。虽已上市在望，但一年的等待将使蒙牛错失发展良机，三家机构再次向蒙牛注资。这是他们向蒙牛这只篮子里再次放入鸡蛋，风险累积被放大了，故第二轮投资的风险控制方式可谓登峰造极。

富可敌国的三家投资机构仍然结伴而行，通过认购开曼群岛公司的可换股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券注资3,523万美元(折合人民币2.9亿元)。与第一轮投资不同,三家机构为了避免风险,在第二轮注资时没有采取认股形式。"可换股证券"说白了就是对被投资的公司没把握。你经营得不好,我的投资仍表现为债权,到期还我本利。你经营得好,我就将债权转为股权,享受股票升值及股息收益。三家投资机构认购的可换股证券更复杂一些。

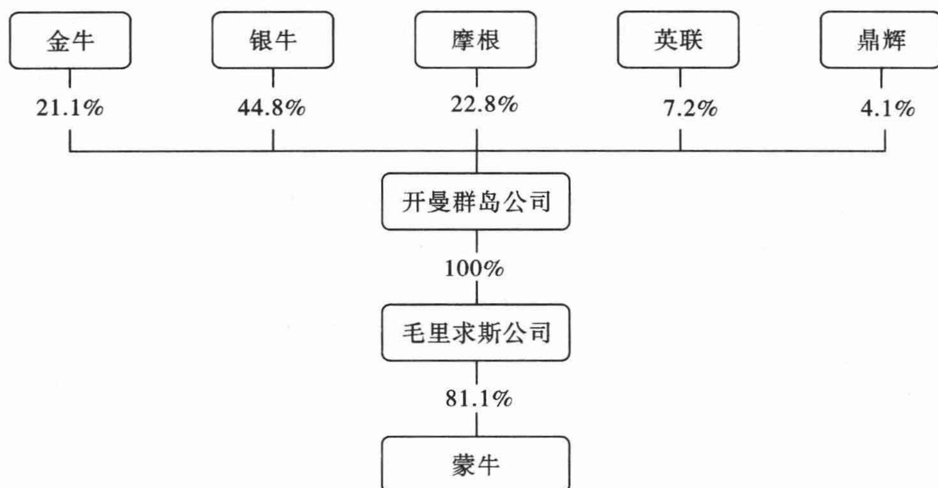


图31-2　2003年9月A、B股转化后蒙牛的股权架构图

首先,这笔可转债是以蒙牛海外母公司——毛里求斯公司的全部股权为抵押的!未转为股票的证券作为债券,蒙牛有义务还本付息。这在最大程度上减少了三家机构的投资风险。其次,本金为3,523万美元的票据在蒙牛上市后可转为3.68亿股蒙牛股份,按2004年蒙牛的IPO价格3.925港元计算,这部分股票价值达4.4亿港元。三家机构取得巨额收益的同时,还获得增持蒙牛,巩固控制权的机会。最后,为了进一步确保可换股证券的权益,还设有强制赎回及反摊薄条款。2003年10月,经过以上一系列复杂安排,第二轮投资注入了蒙牛。

由于蒙牛业务发展神速超过预期,2003年预计可实现税后利润2亿元以上。为了进一步肯定蒙牛管理层的成就,对开曼公司各股东的持股比例进行了调整。管理层股东拥有开曼公司65.9%的股份,三家机构则占股34.1%。

两轮融资的复杂安排,让人感觉国际大投行的钱真是不好拿。其实不仅仅是大投行这样,业内人士都知道私募难度大于公募。公募要符合的是上市监管条例。法律规定会计师、律师、保荐人等各中介机构,都应对企业进行严格的尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职调查。但实际操作时，上述专业机构总有在不触犯法律的前提下，尽量帮助企业过关的利益驱动。私募则不同，企业面对是精明的投资管理专家。专家们的职责就是看好用好客户的钱并让它保值增值。

投资机构对企业十分苛刻，90%的项目会在第一个照面被淘汰。除了对企业进行严格的财务审计，他们还会对投资对象的业务模式和管理团队进行深入的研究。关于企业和创业者的所有信息都在他们的收集之列，甚至包括团队每个成员的作息时间。企业经过这番严格的体检，还要面临艰难的投资谈判，谈判过程中还会有意无意地让创业者遍尝喜怒哀乐，以便进一步考察他们的脾气品性。企业的自信和勇气经过私募的洗礼会大大增强，而投资人会为企业提供全方位的财务顾问服务，把握适当时机安排企业上市。企业发展早期通过私募与投行机构成为战略伙伴，是一条既快速又稳健的阳光大道。

到 2003 年，蒙牛上市已经水到渠成，丰硕的果实等待着收获。上市前的股权重组在两个层面进行。开曼群岛股权层面的重组完成各方利益的分配，金牛、银牛股权层面的重组实现对管理团队的持续激励。开曼群岛股权层面，三家机构共割让 6.1% 的股权奖励牛根生个人，以表彰他对蒙牛的贡献。金牛和银牛各自制定了“权益计划”，在高管人员、供应商和投资者之司进行利益分配。此外，金牛和银牛分别设立了“牛氏信托”和“谢氏信托”，让上千名关联人士分享了收益。值得注意的是，两个信托的受益人只享有股票的收益权，而投票权则交托给了牛根生。按重组方案，蒙牛管理团队及关联人士将在上市公司合共持股 54% 。

2004 年 6 月，蒙牛股票在香港挂牌上市了。本次共发售 3.5 亿股，股价 3.925元。获得 206 倍的超额认购率冻结资金 280 亿港元。在香港股市一直低迷、蒙牛股票定价偏高的情况下（市盈率高达 19 倍），蒙牛克服上述不利发行条件的出色表现，充分说明香港乃至国际资本市场对大陆优秀快速消费品企业的投资热情及接纳能力。

此次出售的 3.5 亿股当中有 1 亿股是三大国际投资机构出售的已发行股票，他们此次可套现 3.925 亿港元。出售另外的 2.5 亿股可募到约 9 亿资金。这笔资金将通过增资大陆蒙牛的方式注入。由于外资增加持股比例需经中国商务部批准，且两次增股间隔不少于 12 个月。大陆蒙牛上次增资发生在 2003 年 9 月，所以此次募集到的资金只能在海外账户上趴到 2004 年 9 月，多少有点远水不解近渴。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



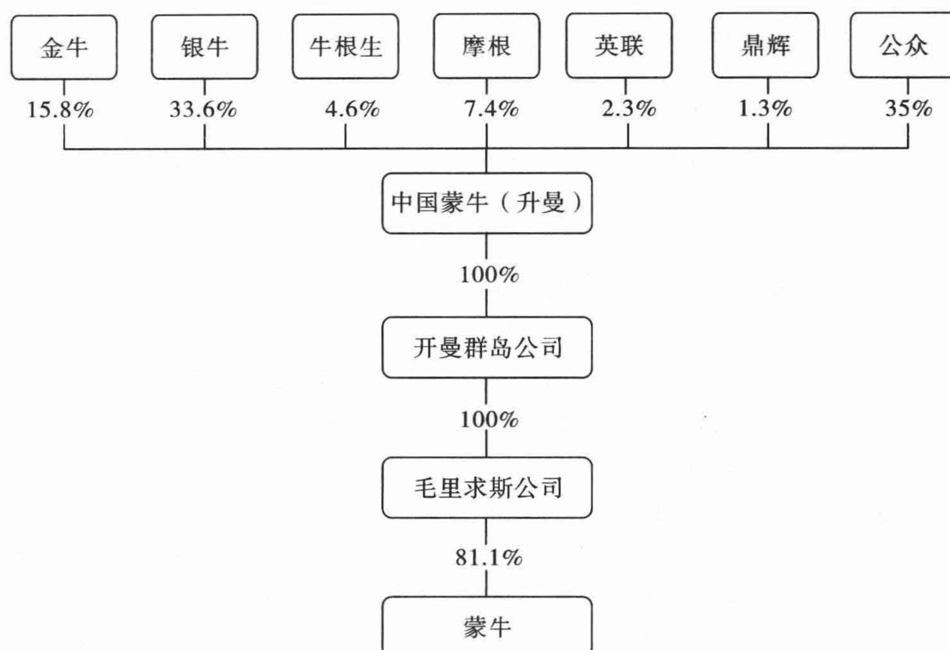


图 31－3 上市后的蒙牛股权结构

摩根、英联、鼎辉三家国际投资机构是最大的赢家。三家机构两轮投资共支付6,120万美元(4.77亿港元)。本次IPO原计划售出1亿股蒙牛股票,由于市场反应热烈三家机构如果全额行使“超额配股权”增加售股额至1,525亿股,可套现近6亿港元。上市后,三家机构持有的股票市值为2.3亿港元。第二轮投资是以认购可换股票据形式注入的,将于上市后12个月转换为3.68亿股,必将蒙牛2004年赢利摊薄,并按20倍市盈率计算,该部分股票价值约16亿港元。也就是说,在蒙牛上市之日三家机构获得的现金及持有的权益估值合计近25亿港元。由于仍持有相当数量的蒙牛股份,三家机构还将在不增加投资的情况下从蒙牛的业绩成长中获益。

与三大国际投资机构的丰厚收益相比,蒙牛的创始人牛根生只得到价值不到两亿港元的股票,持股比例仅为4.6%。2005年可转债行使后还将进一步下降到3.3%。好在牛根生握有牛氏信托和谢氏信托股票的投票权,使他最终可控制的投票权达到39.5%,稍高于三家机构所持的34.9%,属于相对控股。

蒙牛是中国最优秀民营企业与国际最成熟资本的一次经典合作,牛根生为首的管理团队以发展事业为重,在个人权益上做出了许多让步,对摩根来说,蒙牛只是一只“小牛”,但这只小盘股却创造了2004年二季度最高的超额认购倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率,冻结资金量相当于当季度前五个融资1亿美元以上的IPO项目的总和。这是中国民营企业的骄傲,为其他民营企业在国际资本市场上公开发行股票开了个好头。

2004年6月,蒙牛在香港成功上市,这家从一开始就引人关注的优秀企业算是修成了正果。两年来苦心孤诣的三家国际投行机构也取得了丰厚的回报。在此水落石出之际,回味蒙牛融资中的得失,对我们埋头创业的企业家会很有意义。首先,蒙牛引进战略投资者的举措是非常正确的,特别是在快速消费品行业,没有雄厚的资金支持,蒙牛不会有如此神速的进步。其次,选择金融投资人,而不是选择产业投资人对蒙牛来说是适合的,而且三家投资机构对蒙牛管理层在经营中的决策都给予极大的支持,让牛根生们最大程度地释放了自己的才智。

二、各方观点

(一)《商界—中国商业评论》(2005年第1期):走向国际化

如果说在第一轮投资、第二轮投资时,三家投资机构有一定的风险,并采取一些风险控制措施是合理的。而在蒙IPO之时,三家机构已经完全收回了当初投资的本利,在未来股权安排方面,就应以利益共享、风险分担为基调,但蒙牛的创业者都没有能争取到自己应有的权利;所有安排的都是责任、风险由管理层承担,收益由双方分享,这显失公平,任何交易的达成都是以双赢为基础的,双方会有各自的心理底线,由于蒙牛发展过程中极度缺钱,遇到的又是国际上最成熟的投资机构,所以管理层的收益被压至底线,而投资机构获得的利益却远高于他们的预期,可谓喜出望外。如果蒙牛当初聘请中国优秀的机构或个人充当财务顾问,完全可与国际投资机构分庭抗礼,为我们的创业者争得更多的利益。

投资蒙牛的三家国际机构是最典型的风险投资者,它们的资金来自极为富有的私人。这类资本的性格是不惧风险,追求超高回报。三家机构的本性注定它们只是截取企业价值上升最迅速的一段,他们不想成为被投资企业的“终身伴侣”。蒙牛业绩不可能永远高速增长,总有一天,摩根们会认为在蒙牛的几十亿权益套现投入其他项目更为有利。到那时摩根们会毫不犹豫地这样做,与其到时措手不及不如早做打算。如果蒙牛管理团队与国际同行接触,探讨合作的可能性,让中意的伴侣将自己从摩根赎身出来,就此走向国际化,便可成为中国的达能。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)《中国企业家》(2005年10月31):蒙牛没被贱卖

摩根等私募投资者给蒙牛还提供了两大方面的增值服务:首先,私募投资者为蒙牛上市做好了准备工作。摩根等进来后,帮助蒙牛重组了企业法律结构与财务结构,并帮助蒙牛在财务、管理、决策过程等方面实现规范化。就董事会决策而言,用蒙牛管理层自己的话说,私募进来之前,董事会开会时,大家也常提不同意见,讨论热烈,但是投资者进来之后大家讨论问题更加到位,投资者问的问题比较尖锐,因为他们看的企业多了。投资方有效地利用了他们对重大决策的否决权,比如,蒙牛曾考虑过的一个偏离主营业务的提议,就被私募投资者劝阻。帮助企业设计一个能被股市看好的、清晰的商业模式,正是私募投资者的贡献之一。应该指出的是,并不是所有的企业创始人都愿意接受这样的规范化和改变。

此外,蒙牛在香港上市的整个过程,也主要由私募资金来主导。蒙牛管理团队知道,私募资金与他们利益一致,且具备他们所不具备的专业能力,故对摩根等的运作相当放手。私募资金的品牌以及他们对蒙牛的投入,让股市上的机构投资者更放心。

除了力推蒙牛上市,摩根等私募品牌入股蒙牛也帮助提高了蒙牛公司的信誉。在为蒙牛获取政府的支持和其他资源方面也有帮助。另外,对于早期承受过不正规竞争压力的蒙牛来说,吸引摩根等私募品牌入股,也能给其带来一定的政治支持与保护。中国民营企业需要外资的参与而获得政府支持与保护是件令人不无遗憾的事。

在融资过程中,摩根的品牌可谓是对蒙牛最大的吸引。但值得一提的是,摩根作为投资银行的黄金品牌对蒙牛的帮助并不大,换句话说,好品牌的投行其实不一定是好的私募投资者。在国内某些企业家心里也许有一个小误区:中国企业和中国企业家长期在A股的融资环境下,总感觉上市是要求人的,是企业求投行。其实这个道理在美国、香港地区都是说不通的。在海外,只要你企业素质好,能吸引投资者,是投行来求你。我们很难考证,摩根等海外投资银行在做私募投资时,是否在谈判中利用了国内企业家心里这个误区、把握他们想上市的诉求,而使谈判有利于己方,但是摩根等投资银行在中国私募市场中,的确把他们的投行品牌效应打到了极致。

投资方与融资方的双赢是最完美的结果。在蒙牛这个案例中,私募投资者投资回报率确实达到500%,但是牛根生团队等原始股东却得到了5000%的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国的投资者一向赚得太少了。国内一些融资者在A股或私募市场上融资之初,就没打算让投资者赚钱。

(三)《资本市场》(2008年9月):私募促成国内行业领袖

对于蒙牛来说,除了企业发展急需的资金以外,摩根等私募投资者给蒙牛还提供了两大方面的增值服务。

首先,私募投资者为蒙牛上市做好了准备工作。摩根等进来后,帮助蒙牛重组了企业法律结构与财务结构,并帮助蒙牛在财务、管理、决策过程等方面实现规范化。投资方有效地利用了他们对重大决策的否决权,比如,蒙牛曾考虑过的一个偏离主营业务的提议就被私募投资者劝阻。

另外,蒙牛在香港上市的整个过程也主要由私募资金来主导,蒙牛管理团队知道,私募资金与他们利益一致且具备他们所不具备的专业能力,故对摩根等的运作相当放手,私募资金的品牌以及他们对蒙牛的投入让股市上的机构投资者更放心。私墓投资者是公司与股票市场最终的机构投资者之间的一个桥梁。

此外,私募品牌入股蒙牛,也帮助提高了蒙牛公司的信誉,在融资过程中,摩根的品牌可谓是对蒙牛最大的吸引,摩根等投资银行在中国私募市场中,的确把他们的投资银行品牌效应打到了极致,摩根在为蒙牛获取政府的支持和其他资源方面也有帮助,私募投资者退出蒙牛时出售的股权被一批国际一流机构投资者接手,为蒙牛将来再融资打下了良好的基础。

本书点评

蒙牛的成功首先是中国人民生活水平的提高,对肉、蛋、奶的需求急剧提升的市场环境下产生的,没有这个大环境,无论是谁都不可能成功;其二是成功的品牌运作,特别是赞助一度红遍大江南北"超级女声",从某种角度来看,效果超出了伊利赞助奥运。超女的余温远超出了奥运。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十二章 南孚电池:一着不慎

一、案情简介

(一)南孚公司介绍

世界五大碱性电池生产商之一的南孚公司,系中国520家之一的重点企业、国家级高新技术企业、商务部重点扶持的出口企业、中国电池行业龙头企业、福建省重点企业。

现有资产总额18多亿元,园林化的厂区面积18万平方米。南孚公司是中国电池行业中拥有现代化装备最多、科技力量最雄厚的企业:在中国市场,南孚牌电池连续18年创"质量、经济效益、劳动生产率"同行业第一、亚洲第二;拥有国家级技术中心和博士后科研工作站,并与全国多所重点大学、中科院的研究所合作成立多个新型能源研究中心,形成了厂学研技术创新机制;有10项技术成果填补国内空白、达国际先进水平,其中一项获国家科技进步二等奖,一项全国职工技术创新成果二等奖。

南孚牌是中国驰名商标,中国名牌产品,福建省著名商标,福建省名牌产品。LR20、LR14、LR6、LR03、6LR61系列碱锰电池均为无汞、无镉、无铅绿色环保产品,通过ISO9001质量管理体系认证、ISO14001环境管理体系认证和中国环境标志产品认证,并获"产品质量国家免检证书"、福建省质量奖。NR6高功率镍干电池等新产品,已成为南孚公司新的经济增长点。在国内市场建立了"以顾客为中心"的现代营销立体网络,现有市场占有率达56%;在国外市场,"EXCELL"商标,已在美国、欧共体国家、日本、中东、中国香港等全球50多个国家和地区注册,出口产品行销世界五大洲60多个国家和地区。

南孚电池的发展史波澜壮阔,仅用不到20年的时间,就从一个最初注册资本不到200万元、靠生产过糊式电池以求温饱的小企业发展到现在总销量超过7亿只,产值7亿6千万元的中国第一、世界第五大碱性电池生产商。也就在于此,南孚成了我们为之自豪的民族力量,成了我们足以自傲的民族品牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为目前中国最大、全球第五的碱性电池生产企业，南孚电池从1958年开始创业，1999年引入海外投资基金之后不到6年，南孚已经换了三次主人。从1999年摩根士丹利等海外投资基金进驻，到2003年被海外竞争对手吉列控制，再到今年收归宝洁，南孚是近年来海外投资基金收购热潮的企业中，经历完整投资基金运作流程（从进入到实现增值到转手）、且体验过金融资本和产业资本不同控制渠道的少数企业之一。

（二）南孚公司发展历程

第一阶段，快速起步。

南孚电池的前身是南平电池厂，1958年创建于福州，1965年开始生产一些军工用品，将厂址迁到南平。1987年，时任厂长的陈来茂在中国出口商品建设基地总公司提供的一次出国考察的机会中发现，具有高新技术的碱性高能锌锰电池将拥有广阔的市场前景。1988年，我国电池行业第一家中外合资企业——福建南平南孚电池有限公司成立，百孚公司当时持有福建南平南孚电池有限公司25%股份，百孚公司实际上是中国出口商品基地建设总公司（以下简称“基地总公司”）设在香港的子公司，挂靠在华润集团旗下。基地福建公司持股20%，南平电池厂以280万元左右的固定资产投入，占40%股份，而福建兴业银行（现“兴业银行”）则投了90万人民币，占15%股份。

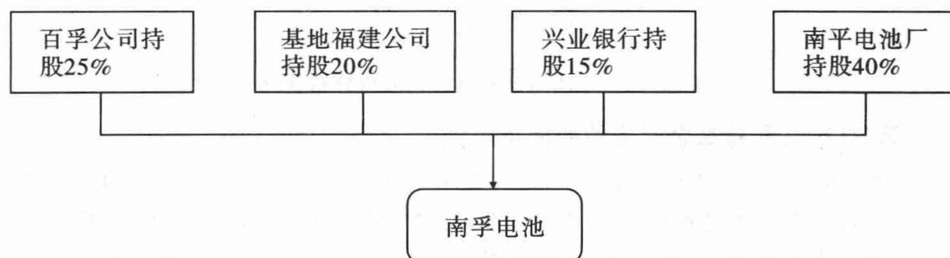


图32-1 福建南平南孚电池有限公司成立时的股权分布状况

1990年7月15日，南孚引进的第一条日本富士LR6碱性锌锰电池生产线正式投产，1992年5月，南孚上了一条7号电池生产线，1993年12月，中国第一条LR03（7号）碱性高能锌锰电池生产线又在南孚投产。1995年7月，《商业银行法》颁发实行，商业银行在境内不得向非银行金融机构和企业投资。1998年，兴业银行将其持有的15%南孚股份以2,500万元的价格卖给一家民营企业——大丰电器有限公司。据悉，在其退出前，兴业银行从南孚累计获得分红达97万，这意味着兴业银行当初90万元的投入，净赚了2,500万元。接手兴业



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



银行股权的大丰电器，实际上是由南孚电池全部职工出资组建的一家公司，早先，南平市政府已经批准南孚成立职工持股会，并且在民政局登记，但在工商局注册时未获批准，于是成立了大丰电器，由其持有南孚电池的股权。南孚电池进入高速发展期，1998 年，南孚电池固定资产达 4 亿元。

第二阶段，引进外资，成立中国电池。

1999 年，中金和荷兰国家投资银行合计投入 100 多万美元，摩根士丹利 400 万美元、新加坡政府投资公司 1,000 万美元与南平电池厂、基地公司等几个中方股东在香港组建中国电池有限公司。中国电池通过对南孚注资及受让大丰电器所持南孚的股份，共获得了南孚电池 69% 的股份。四家外资股东占中国电池合计 49% 的股份，中方股东以持有的南孚电池部分股权作为出资，占中国电池 51% 的股份。

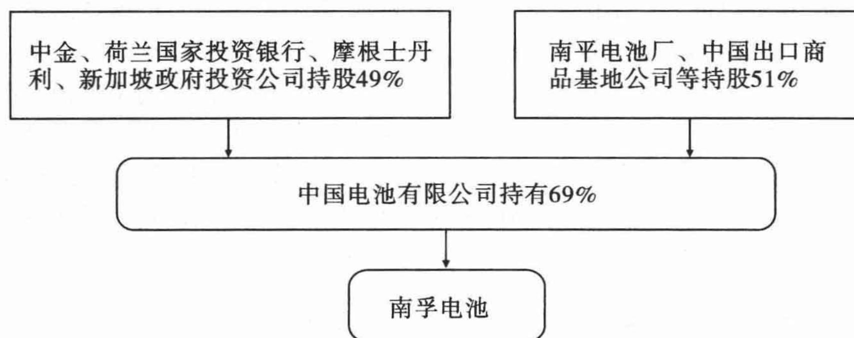


图 32－2　中国电池有限公司股权分布状况

第三阶段，私募基金逐步控股南孚电池。

2000 年，百孚公司在香港炒金亏损了几千万美元，为了防止银行追债，百孚将其持有的中国电池股份中的 825 万股卖给摩根士丹利，这 8.25% 的股份出让，意味着中方已经失去中国电池的控股权。同时，将其持有的中国电池近 20% 的股份转让给基地总公司的另外一个子公司。

2001 年，南孚的外资股东想以中国电池的名义收购双鹿电池生产商——宁波轻工集团（现富邦控股集团）旗下的中银（宁波）电池有限公司，由于缺乏资金，外资股东商议追加投资，2002 年 2 月开始筹划，当年 11 月底资金到位，当时共集结了 3,000 万美元，四家外资股东中荷兰国家投资银行没有增资。谈判中，基地总公司的子公司将其持有的 20% 中国电池股份，以 7,800 万人民币的价格转让给了富邦控股。之后，摩根士丹利以 1,500 万美元的价格，从富邦控股手中买回了中国电池 20% 股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年,南平地方政府也将其持有的中国电池股权以 1,000 万美元的价格转让给外资股东。经过数次的转让,中国电池的股份已经完全转移到了外资股东手中。中国电池公司大约拥有南孚 72% 的股份,其中中金公司持有的中国电池股权,转到了原属中金公司直接投资部、后来分拆出来的鼎晖投资手中。另外 28% 的股份分别由南平国投、中国出口商品基地总公司、大丰电器公司持有,其中南平国投持有 12% 左右的南孚股份。摩根士丹利等外国股东用大约4,200 万美元完全掌控了南孚电池。

第四阶段,私募基金转手给南孚电池的竞争对手——美国吉利。

成立中国电池,原计划是 2000 年将中国电池以红筹股形式在香港上市。不过,香港主板上市要求公司股东在三年不发生大的变动,上市计划因其股东的频繁变更而化为泡影。2003 年 8 月 11 日,在经历了数年混乱的股权变更之后,吉列公司以 1 亿美元的价格从摩根士丹利、鼎晖投资、新加坡政府投资等公司手中买走了香港中国电池公司的全部股权,南孚成了它的子公司。吉列的金霸王电池进入中国市场十年,却始终无法打开局面,市场份额不到南孚的 1/10。现在最大的竞争对手消失了,而且还得到了一家年利润 8,000 万美元,拥有 300 多万个销售点的电池生产企业,更重要的是获得了大半个中国市场。

第五阶段,南孚再次易主,命运堪忧。

2005 年,宝洁公司以 570 亿美元价格并购吉列,南孚又成了宝洁公司的子公司。2006 年 10 月,宝洁公司要求将南孚电池账户的 7 亿元人民币存款,从中资银行转入外资银行。并企图违反与南平市政府的承诺,欲以大股东的身份,在南孚公司分红,而不是把南孚的利润留在南孚进行再投资。由于南平市政府坚决反对,才暂时阻止了宝洁公司的计划。

二、各方评述汇集

(一)《法人》(2005 年 10 月):迷雾重重:南孚的"未来之路"

自从吉列收购之后,关于南孚的传言就愈演愈烈,有知情人士透露,南孚电池由于被收购而使生产设备与能力闲置了一半,并且为了避免与母公司旗下的金霸王电池在海外市场的正面冲突,放弃了海外发展战略。这些消息我们无法从南孚高层得到证实,但可以确定的是,吉列公司入主南孚,彻底地打乱了南孚本来美好的前景,使这个曾经红火的民族工业的发展陷入了重重迷雾。

我们无法谴责摩根士丹利的投机买卖行为,市场经济条件下资本的流动是再正常不过的事情,获利也是市场行为的唯一目的。通过出售南孚股权,摩根



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



士丹利等中国电池有限公司的外国股东将4,200万的美元的资产迅速翻了一番,然后抽身而退。我们也不能把矛头指向吉列公司,摆平最大竞争对手的同时还可以获得一家年利润8,000万美元,拥有300多万个销售点的电池生产企业,外带大半个中国市场,这种买卖换了谁都会趋之若鹜。那么到底是什么让南孚电池的前途几乎在刹那间由光明坦荡变成了迷雾锁路了呢?

有专家曾撰文指出,由于目前国家对出售国有资产缺乏统一标准和完善的机制,地方各级政府为了各自的利益,往往是从"小局"出发而不是从大局出发,为了获得短期回报,把一些经营得比较好的合资企业或国内企业出售给外商,拱手让出国内市场和未来的收益,造成国有资产变相流失。南孚走上的也许就是这条不归路。

(二)《经济观察报》(2005年3月):南孚命运的启示

2003年8月,吉列公司控股中国南孚电池,一年多过去了,一切都显得非常平静。而一年多之后的2005年1月28日,宝洁又以570亿美元的价格收购吉列公司全部股份,南孚电池再次改名换姓仍然是非常平静。

南孚电池股变来变去的最后结果令一些人无法接受,传播口号为"南孚电池,中国力量"的国有知名品牌,控股权却转到了其国外竞争对手吉列公司名下。在整个引资过程中是否存在其他路径可以避免这种情况的出现?

我们首先要追问的两个问题是:南孚电池在1999年为何引入外资投行作为战略投资者?又为何一直没有上市?

因为缺乏资金才引入外资投行作为战略投资者吗?"在1998年以后,南孚电池就不缺资金,因为当时南孚电池在国内销量第一,而且当时的寻呼机市场对电池的需求也使得南孚电池销售后劲强大,当时各家银行都争着给南孚贷款。"一位在南平市经济领域工作20多年的知情人士分析说。该人士认为,引资目的主要是为使国有资本退出保值,以及对上市的期望。

他分析,当时根据十五大的精神,国有资本要从竞争性领域退出来,而在各地招商引资,尤其是引进外资的要求之下,国际投行的大笔投入显然是顺理成章的。另外,国有资本退出是国有资产保值、增值任务的需要,而当时,出让南孚电池一个百分点意味着约1,000万元。

南平市国投公司办公室一位姓詹的工作人员告诉记者,国家最初对南孚电池的投入只有200万元左右,而退出部分南孚电池股权的收益却是相当高的。

为什么退出后南孚电池控股权要让外资接盘呢?知情人士分析,自1988年成立南孚公司以来就涉及多家国有企业及香港公司,并非是南平市政府一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面所能决定的。

记者调查了解到，福建南平南孚电池有限公司是1988年，南平电池厂与中国出口商品基地建设福建分公司（以下简称"基地福建公司"）、香港华润集团百孚有限公司（以下简称"百孚公司"）、福建兴业银行（现"兴业银行"）联姻成立的。

而百孚公司实际上是中国出口商品基地建设总公司设在香港的子公司，挂靠在华润集团旗下。百孚公司当时持有南孚电池25%的股份，基地福建公司持股20%，南平电池厂占40%的股份，而兴业银行则占15%的股份（1998年兴业银行将这部分股份出售给了民营企业大丰电器）。

外资投行作为战略投资者长期持股是不符合其投资原则的。香港麦格理集团董事总经理温天络曾表示，外资投行投资国内企业一般是两个类型，一是创业项目，二是国内优质企业，而退出渠道也是两个，一是海外上市后退出，二是协议转让。

那么南孚电池为何一直未上市呢？上述知情人士说，起初是南孚当时的管理层并没有上市的想法，认为并不缺乏资金，另外也没有更好的项目。而在政府的主导之下，于1999年成立的中国电池就是希望以南孚作为核心资产上市。而其后由于中国电池的外方股东持股超过25%，不符合A股上市条件。

本书点评

为什么南孚认为自己不缺资金呢？这是个笑话！因为经营者没有长期的战略，靠民族品牌的招牌就能抢到钱。靠消费者同情心生存的品牌凭什么进入高端市场？说是鼠目寸光，一点儿也不冤枉经营者。

引入的国际战略投资者也曾将上市目标锁定在香港红筹股，但是因为香港主板上市有股东在三年内不发生重大变化的要求，因此，香港上市也就一直未能如愿。

在海外上市未果的情况下，外资股东总计投入约4,200万美元，而转让价格约1亿美元的交易显然是无法抗拒的。那么肯给这个价格的，除了头号竞争对手外，还能有谁呢？

据记者了解，除了一个好的民族品牌不再民族之外，南孚目前的状况还算皆大欢喜，国有资产获利退出，企业发展人心稳定。

一位电池行业人士表示，虽然吉列公司也是电池生产企业，但其经营的品



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



牌"金霸王"与"南孚"的品牌定位不一样,"金霸王"定位于高端,价格也是"南孚"的一倍以上,从市场运作角度而言,不会因此而雪藏或消解"南孚"品牌。所以一年半来南孚经营稳定,一切如常。

对于股权的巨变,南孚基层员工并没有感受到太多的变化,在南孚工作了十多年的陈姓员工说,他们的工资、奖金照发,生产照常。而在 2005 年 1 月 30 日,南孚公司自行研发的用于光学照相机、医疗器械等方面的 CR 系列柱型锂锰电池通过了福建省新产品新技术鉴定验收,此前,该领域被松下、日立、柯达所垄断。南平国投办公室那位詹姓的工作人员说,合资以来,南孚电池每年都保持了 30% 以上的增长。

而相似的故事正在其他地方上演。2004 年 11 月 25 日《华尔街日报》报道,美国凯雷集团将以 2 亿 ~ 3 亿美金购买江苏徐州最大的企业徐工集团 60% ~ 80% 的股份,收购计划预计在 2005 年年中完成。而业内猜测,凯雷的收购是为徐工的竞争对手——全球最大的工程机械制造商卡特彼勒做嫁衣。

面对徐工集团,这个在国内工程机械行业规模最大、年销售额超过 150 亿、拥有 2 万多职工的国有大型企业,在现在的思维框架内,对其的改制难道只能圈定在国外更强大的资本上吗?

当然,我们也曾看到过另一种结局,在香港主板上市的福建企业恒安国际,摩根在其私募阶段就已经入股,1998 年 12 月 8 日,"恒安国际"正式在香港联交所挂牌,融资 7 亿港币。而在 2002 年 11 月 1 日,恒安国际大股东就以 1.17 亿港币的价格,收购了摩根所持 4,500 万股股份,2003 年 10 月 29 日,恒安国际发布公告,称公司主要股东以 1,458 万港币的代价,提前终止了摩根士丹利 2,430 万股的期权。

这不禁让人为南孚电池的缺少国际资本运作经验而惋惜,如果当时能考虑周详些,在有把握上市的时候再引进外资,或是在转让股权的协议中加以约束,或许我们可以从这样一个优秀企业身上得到比钱更多的回报。

(三)《中国企业家》(2005 年 10 月):吉列入主南孚　一个民族品牌的湮灭?

20 世纪 90 年代中后期时,南孚曾经考虑过走上市之路,但是其合资背景、企业净资产较低等因素使它向 A 股靠拢的成本比较高,总是有这样那样的障碍使它们达不到上市标准。1999 年是南孚历史上发展最快的一年。借助传呼机市场的火暴,电池市场空前放量,市场占有量超过 50% 的南孚电池的年销售额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接近6亿元。这个时候，作为福建省南平市的重点国有企业，南孚被贯彻“国有资产从非竞争性领域退出”的市政府列在了国资退出的第一批企业名单中。

来者如云。由中金公司直接投资部成立的鼎晖引荐，国际投资基金市场的熟客摩根士丹利、荷兰国家投资银行、新加坡政府投资公司结伴而来，很快屏开雀选。

通过增资的方式，鼎晖联合荷兰国家投资银行投入100多万美元，摩根士丹利400万美元、新加坡政府投资公司1,000万美元，与南平电池厂、百孚公司、中国进出口基地总公司（以下简称“基地公司”）等几个中方股东在香港组建中国电池有限公司。四家外资股东占中国电池合计49%的股份，中方股东以持有的南孚电池部分股权作为出资，占中国电池51%的股份。

“将海外基金引入南孚主要不是出于资金的考虑。”南平市国资委主任（兼国有资产投资管理公司总经理）黄书华对《中国企业家》坦言，“最重要的是希望通过改变股本构成引进新的管理思路，理顺法人治理结构。”

“本土基金相差的远远不是资金这一点。摩根的基金经理背后有一个团队提供资讯服务。收购前有专门的行业和企业评估分析团队，分析企业行业环境、经营状况、团队构成。收购后有专业的管理团队，对企业进行管理。还有专门的退出团队，决定企业的退出时机和方式。本土基金一个项目从头到尾就是一两个人，后面没有人监督、没有人分析风险，背后没有强大团队的支持，对于项目的决断就比较软弱。”丁曦明这样比较本土投资基金与海外投资基金的差距。

进入南孚的第二年，摩根背后雄厚的资讯力量和改造企业的能力开始显现。“摩根涉及的投资领域和市场非常多，这种资源的共享会体现在每个投资企业上。2000年，摩根交给我一份报告，传呼机走向没落。提醒我们依赖传呼机获得增长的南孚需要有预防性的措施。”丁曦明回忆，如果不是曾经做过联通上市保荐人的摩根对于通讯市场的了解，南孚不会及时加强市场推广和分销力度的工作，面对2002年传呼机市场消亡的应变必然被动。

预言实现，传呼机在2002年和2003年逐步退出了市场，虽然面对同行的亏损甚至破产，南孚保持了8亿元左右的销售额，但是多年保持快速增长的南孚还是感到了销售停滞的尴尬和痛苦。这个时候，企业创业阶段以扩大规模掩盖内部管理漏洞的特点暴露无遗。

2002年，在摩根的引荐下，南孚电池请来了美国著名人力资源咨询公司美世（Mercer）公司为公司建立“人力资源管理体系”。事实证明，这是在中国咨询创造价值的少数成功案例之一，在没有裁员的情况下，当年即为南孚减少成本2,000多万元。2002和2003两年，南孚在销售额出现负增长的情况下，利润反



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而保持了10%的增长率，税前利润超过2亿元。“如果不是摩根的引荐，你很难相信，南孚会以数百万的代价作出这样的投资。”丁曦明向《中国企业家》介绍，“在摩根的推动下，我们专门建立了市场部，研究市场消费行为，进一步压缩不必要的市场成本。如果没有摩根，我们也会去建立市场调研部门，但是肯定会慢一些。”

当然，摩根并不是降临到福建闽北山区的天使。在努力往南孚这块成长迅速的土地中播撒肥料的同时，摩根同样积极地在寻求着退出方式。

2000年，百孚公司将其持有的中国电池8.25%的股权转让给摩根士丹利，2001年，基地总公司持有的20%中国电池股份也被摩根士丹利以1,500万美元的价格辗转获得，2002年，南平地方政府也将其持有的部分中国电池股权以1,000万美元的价格转让给外资股东。数轮转让之后，中国电池的股份已经完全转移到了外资股东手中。这样，摩根等外资就拥有了南孚72%的股权，掌握了南孚的走向和命运。

是大股东的频繁更替让本计划香港红筹上市的南孚失去了上市的资格(香港主板上市要求三年内重要股东保持稳定)，还是摩根分析其时海外资本市场对一家中国电池企业兴趣不大而放弃了IPO计划？经过几年的风流云散，已经没有人能够给出答案。众所周知的是南孚于2003年落入国际竞争对手吉列公司手中。摩根等海外投资基金借此获利超过5,000万美元。

本书点评

为什么我们的企业总是成为别人的摇钱树呢？这与我们以小农经济的思维模式来管理企业有密切关系。

“国际金融资本对中国产业的发展和培育有很大帮助，同时这种帮助也有副作用。原本有机会成为大公司的企业，在金融资本转手产业资本后，就被其他产业集团吞下了。你原来是一个笋尖，它(其他产业集团)现在像一座山头，把你给覆盖在里面了。”虽然将自己明确定位于职业经理人，在南孚工作了25年的丁曦明还是轻轻叹了一口气。丁承认，自摩根等外资对南孚实现了控股，南孚便再不能以“民族品牌”的旗帜招徕消费者了。在接受《中国企业家》采访时，他否认自己曾为南孚这个民族品牌的消失表现过激愤。“我不会去评论政府。”他认为，对南孚被“山头”覆盖的现象“不必过度忧虑。迟早有一天，这个笋还是会破土而出。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评

过分地、长期地打民族品牌来招揽消费者是短视的、自卑的。好像顾客买南孚电池就是爱国壮举。只要南孚一天不停止民族品牌战略，这颗笋就没有破土的那一天，终究有一天会烂在土里。

产业资本的不同。2003 年 8 月，吉列入主南孚。业界一片哗然：南孚这一民族品牌即将消失、南孚将成为金霸王（吉列的电池品牌）的加工基地、南孚进军海外的步伐将被永久搁置等传言充斥坊间。2005 年 10 月，南孚电池 CEO 丁曦明在接受《中国企业家》采访时对这些推测作出否定的答复。

"今年到 10 月上旬，我们已经完成了 8.8 亿元的销售计划，今年超过 9 亿元销售不在话下。南孚现在的市场占有率是 58%，比吉列进入时增长了 4%，比摩根进入时增长了 8%。吉列不可能像宝洁合资那样消灭国内品牌，因为南孚退出的市场份额，金霸王并不能保证吃下。"丁曦明说，"南孚与金霸王是不同档次的产品，不构成直接竞争。而金霸王统一由自己的生产基地生产产品不寻求任何代工的生产惯例，也不会让南孚成为金霸王的生产加工基地。事实上，南孚销量的 28% 由海外市场贡献，其中超过 70% 都是为国际品牌 OEM，但是其中反而没有金霸王，正是出于同样的原因。"

本书点评

都可以为国际品牌 OEM，说明南孚电池质量不差，为什么单价是人家的一半呢？可以认为该公司缺乏合适的营销战略，不然只能永远做 OEM，自己打自己。说明南孚的经营者还在用抢钱思维模式来发展企业，这样只能培养侏儒企业。

经历过金融资本和产业资本的不同"东家"，丁曦明对于二者的区别感受颇深。"摩根比吉列要求更高的增长速度。作为上市公司，吉列会希望自己的增长速度保持稳定，对于南孚销售增长速度的要求在 10% 左右，重点是不要大起大落。但是摩根要求的增长速度会比吉列高出至少 5 个百分点。"这在对管理层的薪酬体系上也有明显的区别，同样是数百万元的年薪，丁曦明的固定薪资在摩根时代是 40%，另外 60% 与业绩挂钩；在吉列时代，固定薪资则高达 75%，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只有25%与业绩关联。“吉列与摩根的另外一个不同之处在于对企业管理的控制更强。因为是同行，它比摩根更清楚行业情况，不会轻易接受你对市场的解释和判断，而会给出自己的意见。”股东对企业控制力的增强，意味着管理层权限的逐步缩小。据南平一位对南孚历史很了解的人士向记者介绍，曾经带领净资产只有200万元的南孚斥资6,000万元引入电池生产线、将南孚从一个小电池厂发展为世界第五大电池企业的企业创始人陈来茂2003年的离职，部分原因即出于此。

而南孚原总经理、定位于职业经理人的丁曦明显然更能够接受这种控制权的旁落。“现在吉列除了每年固定了两次内审和外审，考察企业的财务状况，还有不定期的‘飞行检查’。提前没有任何通知，忽然来到我的办公室，检查除去私人物品之外的所有物品。保证我在公司的作为，都与工作有关。”丁曦明认为明确职业经理人的职责并非坏事，最直接的效果就是，在面对政府的赞助请求时，他可以很强硬地说不，因为“我没有这个权限。”

现在看来，利用海外资金的南孚要躲过落入国际竞争对手手中的可能性并不是没有。如果当时在股权设置上设定一些风险控制的条款，比如，股权转让的期限，受让方的限制，优先回购权甚至一票否决权等，南孚也许会在一定程度上把握自己的命运。

南孚与恒安国际、蒙牛的不同在于，它的原东家并非个人，而是代替国家管理资产的地方国资委。“相对南平电池厂240万元净资产的出资，南孚电池最终的股权转让至少增值300%以上。”现在还持有南孚地产12.334%股权的南平国资委认为，在南孚的转让中，这个任务完成得并不坏。

“在20世纪80年代利改税之后，地方政府更关注的是企业能否创造更多的税收和就业机会，而不是企业归谁所有。”南平国资委主任黄书华甚至不认为吉列的进入让中国又失去了一个民族品牌，“南孚这个牌子还在南平，只是股权变化了而已。”

就在每年产生2亿元以上利润的南孚在为吉列输送投资收益的时候，宝洁来了。这在丁曦明看来，也许是南孚和其他中国电池企业的一次机会。

“政府退出了，并非可以无所作为。在国外都有《反垄断法》，强制对市场占有率过大的企业进行分拆，中国也是时候制定这样的法律了。”丁曦明特意强调，宝洁在中国日化行业的市场占有率差不多是80%，南孚加上金霸王在电池市场的占有率大约是68%，两块产业完全应该进行分拆。

“现在南孚已经成熟了，无论是横向分拆（不同产品的分拆），还是纵向分拆（对上游原材料和下游销售系统的分拆）都可以经受得住。这是南孚部分回归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民族的机会，也是能给其他电池品牌一个出头的可能。”作为一个职业经理人，丁曦明认为他能说的也就是这些了。

（四）《经济研究》（2008 年）：由南孚引发对利用外资的思考

过去十年，中国形成了一个外资进入的高潮期，并且和南孚很像，许多企业和公司在引进外资利用外资时，由于对股权的规划不明确，导致企业落入别人手中。根据 2004 年的数据，我国工业 39 个分行业中，已经有 9 个行业的外资市场占有率超过了 40%，4 个行业过半，其中，通信设备、计算机和仪器仪表、办公用机械制造业等几个行业，外资市场占有率甚至超过了 70%。很多外资企业在直接投资后又并购中总能不断得手，当然不是国内企业自身能够完全解决的问题，而是在开放市场的过程中，我们市场本身就存在软肋。单单从达能与娃哈哈合资这个案例可以看出，达能虽然严重违背了国家六部委《关于外国投资者并购境内企业的规定》中“并购方在中国营业额超过 15 亿元人民币，境内资产拥有 30 亿元以上，境内企业超过 15 家，必须报经国家商务部、国家工商总局审查”的规定，但是为什么达能不这么做没有受到制裁？外资的引进，是投资还是掠夺？就这样随着外资入境，一些民族企业在合资中逐渐消失。其实国内的一些企业法律意识薄弱，难敌市场化竞争。比如，股权安排、专利权还有任务量的分配等。中国企业在与外资合作利用外资之初，在法律意识、风险意识等现代的市场经济理念上还存在缺陷，因此，如何识别条款的背后动机，如何在合作过程中严格遵循法律程序，不给外资提出交换条件的依据，也就成为摆在民族企业面前的一个重要的问题，需要引起管理者们的高度关注。外资并购会给民族品牌构成威胁，甚至最终导致其消亡，这种担忧似乎颇有道理。但我认为这种“严重后果”并非源于外资并购，相反，并购只是这些品牌消亡的一个间接表现，或者说只是一个转移了痛苦的结果。并不是因为外资收购了本地品牌导致本地品牌没落，而是因为目前国内处于亚健康状态的市场机制，无法通过健康的方式为本地品牌搜寻到好的经营者。保护品牌并非圈养品牌，品牌既然生存于激烈的市场竞争中，就时刻会面临生与死的考验。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十三章　千橡互动：软银豪赌中国互联网

一、案情背景

(一)千橡集团简介

千橡互动集团(China Interactive Corp)成立于2002年，是中国第一的互动娱乐集团，集娱乐互动门户、移动增值业务、多媒体内容传输等多元化业务为一身的综合性互联网集团公司。因为捆绑插件而出名，作为WEB2.0理念的积极倡导者与实践者，千橡互动集团秉承了网民自主创造内容的新一代互联网精神，并致力于打造中国下一代最大的多媒体娱乐互动传输平台。千橡互动总部设在北京，商业营销网络遍及中国的20个省市。

在中国互联网业从传统门户时期进入到以网络社区为强烈特征的WEB2.0时代，千橡互动集团秉承创新、奋进、谦逊的企业文化，开创引领行业方向的、可持续发展的事业，借力高速增长的中国互联网市场，发展顶尖的、可持续发展的事业。

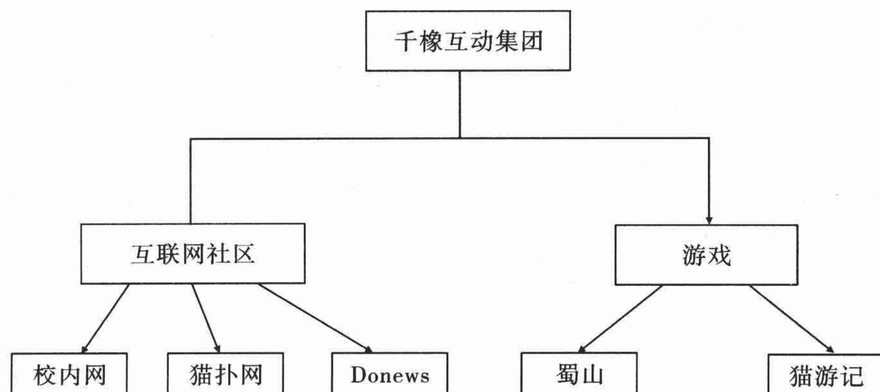


图33-1　千橡互动集团主要产品与服务

从2002成立至今，千橡互动集团依托先进的技术革新实力和一流的市场开拓能力，迅速赢得了娱乐互动门户、内容传输网络及宽带应用等诸多领域的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领先地位，集团已经拥有包括猫扑网（mop. com）、校内网（xiaonei. com）、renren. com、uume. com、donews. com、中国软件社区（banma. com）和魔兽世界中国（wowar. com）等一批领先的在线互动娱乐资产。这些中文互联网市场上领先的WEB2.0网站聚集了互联网市场上最活跃的用户群，千橡旗下网站集群总体页面日浏览量已经达到亿级规模，使用用户累计数千万，注册用户亦达到相当高的活跃度。目前，千橡的注册用户已达7,300万，旗下网站集群总体页面日浏览量已达7.9页。

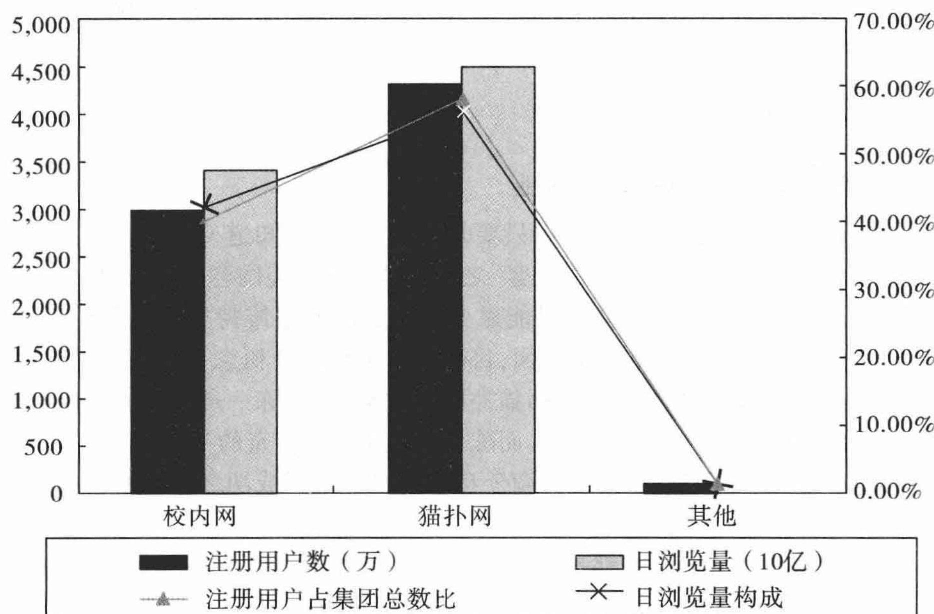


图 33－2　千橡集团注册用户和日浏览量构成分析

千橡互动集团的投资者包括全球顶级风险投资公司 General Atlantic，世界五大风险投资公司之一的 Accel Partners，顶级的资金管理公司 DCM 以及 Technology Crossover Ventures 和联想投资，软银。千橡互动集团管理团队拥有卓越的互联网战略能力和丰富的商业运营经验，创始人陈一舟先生曾创建了全世界最大的虚拟社区 ChinaRen. com。

千橡互动集团及其旗下产品和服务荣膺的荣誉数不胜数。其中，2005 年，猫扑网荣获中国互联网协会——中国互联网产业调查“社区”第一名；猫扑网《中国经营报》IT 风云榜—2005 年度“社区与 WEB2.0 最富人气奖”。2006 年，猫扑网获得中国互联网协会评选“中国互联网产业品牌 50 强”；荣获中国互联



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



网大会最佳品牌推广奖、运营创新奖；千橡集团荣获《中国企业家》"21 世纪未来之星""2006 年度最具成长性的新兴企业"。2007 年，千橡互动集团获得"2007 第一财经·中国创业投资价值榜潜力企业 50 强"；获得第三届"中国最具投资价值媒体网络和新媒体奖"；在 2007 艾瑞 web2.0 暨互联网投资年会中，校内网获得学生社区类"2007 年度最佳 web2.0 网站"称号，猫扑网获得综合社区类"2007 年度最佳 web2.0 网站"称号、"2007 年度最具发展潜力网络媒体奖"、"2007 年度最佳网络媒体营销策划团队奖"；校内网被互联网周刊评选为"2007 年中国商业网站百强"。2008 年，校内网荣获艾瑞"2007 - 2008 年度最具发展潜力企业奖"。

（二）千橡成长历程

1. 第一桶金：陈一舟的初始创业

你可能没听说过陈一舟，但你只要是网民，一定会知道 ChinaRen 校友录，而陈一舟曾经就是"ChinaRen 三剑客"之一。他有 3 个美国名校学位，高峰时期他的身价有数亿人民币，一度又只能靠变卖手头的股票维持生计。尔后，他又卷土重来，一手创办了千橡互动集团，目前中国 WEB2.0 概念里最红火的 20 家网站中，好几家都是他的，其中包括猫扑网。时至今日，陈一舟操盘的千橡互动集团仍在疯狂扩张，一切仿佛传奇，而陈一舟就是缔造传奇的英雄。

陈一舟的创业历程，是典型的淘金互联网的"海归"成功之路。斯坦福商学院有着一贯的创业传统，当今国际众多叱咤风云的大公司，从 HP 到 Sun、Cisco，再到 Yahoo、Excite 和 eBay，都是斯坦福的学生创办的。陈一舟深受影响，有着独立创业的情怀，即使有高薪伺候也不去给别人打工。

1999 年打造的 ChinaRen 社区，几乎成为中国大学生必上网站。逢上假期，师哥师姐伤感别离时会说，"去校友录找我吧"。2000 年，陈一舟将 ChinaRen 卖给搜狐张朝阳，他个人获得 44 万股搜狐股票，2003 年 7 月，搜狐的股价达到历史最高的 39.74 美元/股。凭借着 ChinaRen 和 44 万股搜狐股票，一买一卖间，陈一舟完成了资本的原始积累。

2. 打造千橡航母

2002 年，从美国股市上，陈一舟看到了中国互联网经济的复苏。这一年，陈一舟召集旧部，携近百万美元创业投资回国成立千橡公司。取名千橡，寓意公司将要有橡树一样旺盛的生命力。他吸取前两次的经验，决定做社区，并且在保证发展的前提下，稳抓现金流，千橡公司正如它的寓意那样，快速稳定地发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来。

做 ChinaRen 时，陈一舟就积累了很多关于社区的经验，更何况，他最了解和喜爱的就是社区，并自称是在社区里泡的时间最长的中国 CEO。当时中国开始出现“韩流”，于是陈一舟创办的 DuDu 网完全从韩国网站借鉴风格。然而，陈一舟最终发现韩国的东西“拿来主义不 Work”，DuDu 网成长并不理想。自己做不成功，陈一舟开始想到收购，起初想要收购一个游戏类网站，结果没有成功。接着他收购了猫扑。猫扑原本是个人网站，这个网站上曾经出现过诸如“手机掉到马桶里”之类的著名搞怪帖，是个另类风格的社区。2004 年 3 月，通过股权置换方式，陈一舟购下猫扑网。两年后，猫扑网络流量排名从全球的 3000 位开外，提升至目前的 30 位。完成猫扑的收购，陈一舟并未裹足不前，他又开始了一系列令人咂舌的资本运作，将魔兽世界中国网、UUme、5Q 校园网、DoNews、豆瓣网等全都并入千橡，千橡成了一个疯狂扩张的并购机器。

3. 第一轮融资：1000 万 +4800 万美元

2006 年 3 月，陈一舟的千橡集团宣布获得了 4800 万美元风险投资，这些资金来自于 General Atlantic（GA）、Doll Capital Management（DCM）、Technology Crossover Ventures（TCV）、Accel Partners 和联想投资等国际投资机构。千橡互动公司同时宣布，GA 的董事总经理冯文石以及 DCM 的联合创始人及董事合伙人 David Chao 正式加入千橡互动集团董事会。这是 2006 年以来最大的一笔互联网风险投资，也是 WEB2.0 概念中融资额最大的企业。

事实上，这是千橡集团获得的第二笔风投。早在 2005 年时，千橡旗下的社会交友网络社区 UUMe. com 曾获得了包括 DCM、Accel Partners、联想投资和 Itochu Technology Venture 等公司的风险投资，总数为 1,000 万美金。

2006 年 10 月 23 日，千橡互动集团正式宣布收购中国领先的大学生互动社区校内网，由此，千橡互动集团旗下中国最大的校园社区 5Q 校园网与校内网实现了强强联合。

2007 年 01 月——猫扑网正式进军网络游戏产业，首款代理游戏为 2D 即时动作网络游戏《大话战国》。

2007 年 11 月——校内网正式对外宣布进军白领、高中市场，自此，校内网成为我国第一个覆盖三个不同领域的 SNS 网络巨头。

4. 第二轮融资：软银注入 3.84 亿美元巨款

千橡旗下校内、猫扑网、Donews 等网站分别用不同特色广纳网民时，其良好的发展态势也吸引了风投的关注。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2008 年 4 月 30 日中午消息，据千橡互动集团确认，该公司将获得日本软银总额 400 亿日元(约合 3.84 亿美元)的投资。交易完成后，软银将持有千橡约 40% 的股份，这将极大程度地鼓舞国内社交网站(SNS)的士气。

根据协议，软银于 4 月 7 日向千橡注资 100 亿日元(约合 9,600 万美元)，获得 14% 股份。1 年后，软银可行使 300 亿日元(约合 2.88 亿美元)的认股权证，将持股比例增至 40%。

另据陈一舟本人确认，千橡本轮的融资总额为 4.3 亿美元，除了来自于软银 3.84 亿美元的投资外，还有 Joho Capital 和 SBI 的战略投资。

软银此次大举入股千橡集团，正式将千橡纳入软银的网络帝国。这笔巨款对千橡无疑也是雪中送炭。在互联网遭遇困境的今天，千橡赢来了发展的另一个春天。但是，千橡本身飞速扩张、陈一舟疯狂并购营造的航母仍然存在许多的问题。其正在为上市作出的努力是否有效果，仍需拭目以待。

(三)千橡大事记

2002 年 11 月——千橡互动集团成立；

2003 年 12 月——社区网站 DuDu.com 上线；

2004 年 03 月——以股权置换的形式并购个人网站 Mop.com 猫扑网；

2004 年 05 月——正式推出下载软件—DuDu 下载加速器；

2004 年 12 月——正式推出基于 P2P 传输技术的宽频流媒体解决方案——Pcast；

2005 年 02 月——并购 5Q 地带、魔兽世界中国和 RenRen.com；

2005 年 04 月——正式推出猫扑网客户端娱乐软件——iMop 猫仔队；

2005 年 07 月——Accel Partners 对千橡投资 1,000 万美元；

2005 年 08 月——并购 UUme.com；

2005 年 12 月——并购 DoNews.com；

2006 年 03 月——猫扑和 DONEWS 正式推出“我的空间”；

2006 年 03 月——General Atlantic、DCM、TCV 和联想投资共同对其投资 4,800万美元；

2006 年 04 月——推出 5Q.com5Q 校园网；

2006 年 08 月——猫扑试水休闲网游市场，由其开发的无客户端大型网游《猫游记》开始大规模公测；

2006 年 10 月——收购 xiaonei.com 校内，并与 5Q.com 进行整合；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年01月——猫扑网正式进军网络游戏产业，首款代理游戏为2D即时动作网络游戏《大话战国》；

2007年11月——校内网正式对外宣布进军白领、高中市场，自此，校内网成为我国第一个覆盖三个不同领域的SNS网络巨头；

2008年04月——千橡获得软银、Joho Capital和SBI的联合投资4.3亿美元，出让千橡35%左右股份；

2008年05月——猫扑网强势推出《蜀山Online》。

2009年1月，艺龙1月27日递交给美国证券交易委员会(SEC)的文件显示，千橡以1,850万美元收购艺龙5,283,202股流通股，占后者总流通股本的23.7%。

二、各方观点汇集

(一)《南方都市报》(2008年5月26日):3.84亿美元！软银巨资入股千橡

近日，记者从千橡集团获悉，该公司在4月初进行了战略融资，共出让40%股权，融资总额达到4.3亿美元，其中孙正义所在的日本软银公司400亿日元(约3.84亿美元)占到35%的股份，软银成为其单一最大股东，软银董事长兼总裁孙正义将进入千橡董事会。

这也是自2006年3月，千橡集团获得来自GA(泛大西洋投资集团简称)为首的国际知名私人资本和风险投资机构共4,800万美元的投资以来，该集团再度创造WEB2.0公司融资额之最。

据了解，千橡创始人陈一舟和创业团队在这一轮融资中没有套现，管理团队和员工依然控股。陈一舟仍担任千橡董事长和CEO。以此次融资金额估算，千橡整体估值约为12亿美元。

1."千橡市值未被高估"

据知情人士透露，千橡集团融资时，展示的PPT文件的90%内容都是谈到校内网。而对融资被高估的说法，千橡方面表示，与FaceBook相比，仅有其8%的市值，此外，千橡产品线中猫扑、网游、DoNews都是成熟业务，因此其市值未被高估。对于这一融资，互联网评论家、校内网顾问谢文也表示，是校内网推动软银对千橡集团的估值。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而在此前,陈一舟一直对外宣称,校内网的"战斗已经结束"。数字显示,校内网目前获得3千万的注册用户,"校内网每增加一个用户成本比别人低很多,其他人要与我们竞争必须付出惨重的代价。"不过对此,也有其竞争对手表示,"校内网的应用是不是每个人都在用?在其尚未成为主流应用,说战斗结束还为时尚早。"

2."千橡由视频转向校内网"

此次融资,也意味着中国的SNS公司的价值再度得到资本市场的认同,对此,陈一舟也表示,选择这笔融资的关键并不在于钱,"而在于我们双方对于互联网未来走向的看法惊人一致。"

毕业于斯坦福大学商学院的陈一舟表示,在两年前获得融资之后,公司曾投入视频领域,"但是我们勇敢地撤退了,"在当时从视频向校内网转移的过程中,自己是这样一个市值计算法:

"Google 收购 youtube 时花费了16亿美金,该网站是美国、日本市场的独家老大,我们做 UUme 的时候一算,如果我们做成中国最大,大不了是 youtube 的1/10,也就是1.6亿美金,后来又听说这个市场中有300家视频网站,一个网站分到50万美金的市值,我们就撤了。而去年对 Facebook 的估值是150亿美元,算十分之一我们也有15亿美元左右的市值。"

虽然有视频领域的曲折,但是陈一舟表示,千橡集团的股价在5年半时间里增长了350倍,自己亦可以轻松面对投资人。

SNS 网站拿到了钱,是否就意味着有了出路?答案却是:不一定。原因是社交网站并不依赖于已有的业务,如门户网站和搜索网站,而是个全新的市场,需要创新,而即便是王兴创立的校内网,也不过是美国 Facebook 网站的形式模仿。况且,就连 Facebook 也没有一个明确的赢利模式。门户网站的广告模式和搜索引擎的竞价排名广告模式都在社交网站内失去了价值。就像当年百度和谷歌花了两三年才找到赢利模式一样,刚刚兴起的社交网站潜力巨大,所以也只有微软和软银这样的巨头才会注资。

(二)《中国青年报》(2008年5月5日):社交网站拿到钱是否就有出路

中国社交网站似乎首得云开雾散,终于拿到了"真金白银"。互联网实验室副总裁刘兴亮告诉记者,这在中国社交网站是个标志性事件,社交网站不再是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"赔本赚吆喝"了。4 月 30 日，千橡互动副总裁、Donews 创始人刘韧在 Donews 撰文称，此次融资总额为 4.3 亿美元（约合人民币 30 亿元），占千橡互动 35% 左右股份，由软银与 Joho Capital 和 SBI 共同出资。

按软银以 4.3 亿美元入股千橡互动 35% 左右股权推算，千橡互动的估值约为 12.2 亿美元。

千橡吸引软银的卖点，正是其旗下的社交网站校内网，在千橡给软银演示的 PPT 文件中，90% 是关于校内网。2005 年，由清华大学毕业生王兴创办的校内网，2006 年年底以 2,000 万元人民币的价格被千橡互动收购。千橡互动集团董事长陈一舟接受媒体采访时称：校内网大约有 2,000 万注册用户，而 2007 年我国在校大学生约为 2,374 万人。

就算是完全占领了在校大学生市场，也仅仅是 2 亿多网民的 1/10。资深互联网观察家刘洪波认为，如果不去开拓白领等人群的市场，校内网的潜力很有限。

这笔堪称巨额的资金让处在低潮的中国社交网（SNS）重新拾起了信心。刘兴亮介绍，长期以来，中国 SNS 因缺少资金而举步维艰，王兴曾经花一年的时间为校内网融资而不得，最后不得不将校内网以 2,000 万元（不到 300 万美元）的价格出售给陈一舟。

拿到了钱，是否就有出路？

"不一定。"刘洪波说，社交网站并不依赖于已有的业务，如门户网站和搜索网站。这是个全新的市场，需要创新。门户网站的广告模式和搜索引擎的竞价排名广告模式，都在社交网站内失去了价值。

就像当年百度和谷歌花了两三年才找到赢利模式一样，刚刚兴起的社交网站潜力巨大，所以微软和软银这样的巨头才会注资。刘洪波说，中国社交网站的竞争才刚刚开始。

"大家知道天一定会亮，但要等几个小时，谁都说不清楚。"刘兴亮说。

（三）《新浪科技》（2008 年 4 月 3 日）：谢文：软银投资千橡将推进互联网创新

4 月 30 日晚间消息，针对软银 3.84 亿美元入股千橡一事，一起网 CEO、互联网资深人士谢文认为，此次投资理论上是互联网行业的利好消息，将推进互联网创新的发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



今日千橡确认获得日本软银总额约3.84亿美元的投资。分析人士认为，软银投资千橡是看中其校内网的价值，而软银的投资将极大程度地鼓舞国内社交网站的士气。

谢文肯定了此次投资对互联网创新及社交网站获得VC的推动作用，但对软银因看好校内网而砸巨资的观点，谢文则提出了不同意见。

他指出，孙正义一直看好无线宽带市场，目前软银在日本宽带市场已拥有350万用户，投资千橡可能与孙正义的整体布局有关系，“他有可能在中国通过社区切入无线运营”。

在谢文看来，软银入股千橡并不意味着千橡上市加速。千橡在商业模式上仍然存在一定问题，需要在运作以及创新方面继续寻求突破。

（四）《经济观察报》（2009年2月21日）：千橡互动收购e龙股权 陈一舟完成业务架构布局

一直在广告和网页游戏领域里“猫”着的千橡互动集团（简称“千橡”）董事长兼首席执行官陈一舟，在资本市场再度出手，首度进入电子商务领域，收购elong集团股份。此后千橡集团的盈利率将达到50%到60%。

在陈一舟看来，在线旅游市场巨大，利润丰厚，携程的股价和市值就是最好的证明，陈一舟把进入旅游电子商务称为“只吃最肥的那块肉”。

此次收购始于2008年11月，陈一舟陆续在纳斯达克二级市场吸纳艺龙股份，截至艺龙公司向美国证券交易委员会（SEC）递交文件时，千橡一共吃进艺龙公司528万股普通股，占艺龙集团23.7%股权，成为艺龙第二大股东。艺龙的第一大股东为海外在线旅游服务商Expedia，约占艺龙52%的股份。

继2008年融资4.3亿美元后，陈一舟沉寂了一段时间，此次陈一舟显然认为自己占了大便宜——即便没有抄到“底”，价格也非常低。

千橡收购艺龙的股票大多在6美元左右，只要股票低于预期价格就持续增持。而艺龙每股现金基本是6美元。陈一舟称，这笔买卖最坏亏几毛钱，但他坚信会赚十几块、二十几块。此外，艺龙的企业价值只有3,000万美金，比携程的企业价值低40倍，但是他们在营业额上的差距只有4倍。

此次收购使千橡集团终于完成了业务架构的整体布局，形成品牌广告、网游和电子商务三驾马车。

尽管根据美国资本市场的规定，千橡可以合并艺龙的业务，但陈一舟目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并没有这样的打算。他希望只花 20% 的精力去达到 80% 的效果，把自己的全部精力仍放在千橡集团旗下的几个网站上。据悉，陈一舟主打的校内网，目前已经有了庞大的用户群，每年新毕业的 400 万毕业生都仍旧是校内网的用户，且校内网的新增用户中白领已经超过了学生。

陈一舟把千橡集团定位为“流量型”公司，在产业链上是电子商务的“上游”。此前陈一舟就围绕流量做了很多生意：帮助中国移动、银行卡发展新用户。

为此，他没有选择类似于 B2C 这样涉及物流的“赚钱太辛苦”的电子商务。而艺龙的问题就是新用户的来源太少——根据去年公开的数据，艺龙老的付费用户是 80 万左右，去年增加了 40 万个，但它为得到这 40 万的新用户花了约 1 个亿的人民币，相当于发展一个新用户的成本要 200 多元人民币。

收购之后，千橡集团可以把自己巨大的流量带给艺龙，同时为这些流量找到另一个商业上的出口——为艺龙带来大量高质量的用户，也可以回馈给千橡旗下的几个网站更多的内容和口碑效应。按照陈一舟的估计，只要把校内网、猫扑几个网站的用户的 10% 到 20% 转化为艺龙的客户，就足以改写这个市场的格局。

事实上，此前千橡集团也曾经尝试过更“刺激”的互联网模式——视频。但高昂的带宽成本最终令其望而却步，于是专心回来做他的校内网。现在，千橡旗下几大网站的日流量已经过千万。尽管 2008 年仍略有亏损，但陈一舟预计 2009 年的 2 亿 ~3 亿品牌广告和 9 款网页游戏带来的 2 亿多现金，一定会使千橡集团在今年实现盈利。

(五)《通信信息报》(2008 年 5 月 7 日)：洪波：千橡的估值高得离谱

4 月 30 日，千橡集团(以下简称千橡)宣布完成 4.3 亿美元战略融资，除了来自日本软银 3.84 亿美元的投资外，还有 Joho Capital 和 SBI 的战略投资。交易完成后，软银将持有千橡约 40% 股份。这是近来中国互联网业规模最大的注资案。千橡的估值接近 10 亿美元，在互联网知名评论人士洪波看来，千橡的估值高得离谱。

洪波对记者表示，“Facebook 高达 150 亿美元的估值，刺激了中国互联网创业者的神经，瞬间出现了一大批‘中国式的 Facebook’。但我认为，表面热闹之



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下，其实这个市场仍然很冷，或者说，真正的竞争还没开始。”

洪波认为，千橡集团的估值按 Facebook 的 1/10 计算(按陈一舟的说法)，并没有充分考虑 Facebook 150 亿美元估值的背后因素。Facebook 的异军突起，吸引了微软、雅虎和 Google 等互联网巨头的注意，一方面，Facebook 的模式很可能代表互联网商业的一次重大创新，巨头们愿意在早期拥有对这种创新的控制权。另一方面，微软通过对 Facebook 少量股份的收购，一举将 Facebook 的估值抬高到 150 亿美元，实际上断送了 Google、雅虎等巨头染指的机会。所以，Facebook 的估值中包含很大比例的防御性估值，也就是说，Facebook 是被故意高估的。校内网并不具备 Facebook 那种被巨头抢购的外部条件，如果参照 Facebook 进行估值，那么这个估值毫无疑问被大大高估。如果再考虑校内网相比 Facebook 的创新能力、扩张能力和发展阶段等方面的差距，校内网的估值就显得高得离谱。

洪波也表示，VC 愿意锦上添花，不愿意雪中送炭，原因很复杂。缺乏创新是一个重要原因。

(六)《北京晨报》(2006 年 9 月 28 日)：千橡大裁员　预警网络泡沫　集团上市计划暂停

千橡集团董事长陈一舟对“泡沫”一词十分紧张，他昨天突然宣布裁掉 150 名员工，还迅速砍掉几个不能赚钱的部门，以阻止更多的投资变成泡沫。

1. 只剩 10 人支持视频部门

昨天上午，陈一舟向记者解释了千橡裁员的起因。

在几个星期前，陈一舟得到数据，称视频分享类网站已经超过 150 家，“这让我大吃一惊，市场没起来，投资者的钱却越堆越多”。震惊之余，陈一舟不得不重新衡量当初的扩张选择，“如果被辞的员工在网上骂，我也只能老实听着。”

近两年，在 web2.0 概念的刺激下，中国的互联网投资再次火暴起来，而千橡挑的都是最时髦的业务。在陈一舟的名片上，可以看到 6 个以上的业务品牌，涵盖各类社区、软件下载和视频网站，“如果每个部门增加一个人，公司竟然可以一下子增加 50 人”。

庞大的成本压力已让 web2.0“先锋队”惊恐地主动减速。陈一舟曾亲身经历过本世纪初的互联网产业大崩溃，他当年缔造的 ChinaRen 网站，就因为泡沫破裂而被迫卖给了搜狐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据了解，千橡此次裁员主要针对视频部门，尤其是刚上线的微视频分享社区，他们将裁到只剩10个人，“我会用10个人撑三年，”陈一舟解释说，“播放微视频需要巨大的带宽投入，可竞争对手却已经上百家，千橡不愿再押宝于此。”

另一个被放弃的是客户端软件部门，其主推的产品“dudu下载加速器”已被民间组织列入“流氓软件”名单，在全国八个城市被同时起诉。“有争议的业务我不做了，这是一块是非之地，对千橡来说，最重要的是商誉。”陈一舟说。

2. 千橡大裁员是不祥征兆

随着裁员和部门大调整，千橡集团借助web2.0的热闹整体上市的设想也宣告暂停。陈一舟表示，决定先让猫扑网络社区和IT写作社区donews在资本市场上打头阵，剩下的资产只能继续培育。

对于目前过度火暴的web2.0概念而言，千橡的大裁员是个不祥的征兆，这家公司吸纳的风险投资超过4亿元人民币。充满危机感的陈一舟对被裁员工表示了歉意，“我肯定让他们失望了，我很早就发现了泡沫，但行动依然有些晚。”

本书点评

什么叫拿着金饭碗讨饭？这就是。这也是无奈之举，缺乏盈利模式，这需要耐心思索，还要经济大环境的配合，所以许多的企业成功和大环境有关的。当台风来的时候，猪都能飞起来。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十四章　投资盛大：软银三年收益1400%

一、案情介绍

(一)盛大公司介绍

盛大是中国领先的互动娱乐传媒公司,致力于通过互联网为用户提供多元化的娱乐服务。盛大是目前中国最大的网络游戏运营商。盛大提供一系列网络游戏供用户在线娱乐,这些游戏包括自主研发和代理运营的产品,其中由盛大运营的《传奇2》在IDC进行的用户调查中被评为中国最受欢迎的网络游戏,另外盛大推出了自主研发的第一款网络游戏《传奇世界》,盛大运营的《传奇世界》最高同时在线人数突破30万人,盛大所有游戏的最高同时在线人数突破100万,刷新了自己保持的世界纪录。

盛大运营的游戏包括大型多人在线游戏(包括大型多人在线角色扮演类游戏,即MMORPG游戏)和休闲游戏。这些游戏的互动形式在用户中营造了强烈的社区感。盛大游戏庞大的用户群不仅提高了用户的忠诚度,并且有利于吸引新的用户。盛大的MMORPG游戏使得用户通过扮演某一特定角色或以某种特定身份,在虚拟世界中与其他用户进行互动交流。随着游戏情节的不断发展,用户可以不断积累经验,扮演不同的角色,并与其他玩家进行即时沟通交流。由于MMORPG游戏需要相当长的时间来积累角色经验和增强自身能力,因此这类游戏的黏性较大,也就是说,用户会花更长的时间来玩儿这些游戏。与MMORPG游戏相比,盛大的休闲游戏就较为简单且不需要耗费很长时间,因此也吸引了更为广泛的用户尤其是家庭用户。

盛大游戏事业部(SDG)向用户提供包括大型多人在线角色扮演游戏(MMORPG)、休闲游戏等游戏产品。盛大其他投资公司还向用户提供家庭棋牌平台、电子竞技平台、动漫、文学、音乐等在内的适合不同年龄层次用户群的互动娱乐产品,深受广大用户的欢迎。截止到2007年12月31日,盛大拥有的所有娱乐内容累计注册用户数为6亿。

盛大在线事业部(SDO)通过统一的用户认证管理、广泛的收费渠道、高效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的支付与计费系统、周到的客户服务等，为上述互动娱乐内容提供运营和出版平台。该平台凝聚了庞大的用户群体，各年龄层的玩家均可以借由这一平台与其他成千上万的玩家进行互动，体验互动娱乐带来的乐趣。

1999年11月盛大成立，推出中国领先概念的图形化网络虚拟社区游戏“网络归谷”。2001年9月，盛大正式进军在线游戏运营市场，开启大型网络游戏《传奇》公开测试序幕；同年11月，《传奇》正式上市，并迅速登上各软件销售排行榜首。2002年10月，盛大运营的《传奇》最高同时在线人数突破60万人。2003年3月，盛大与软银亚洲签订战略融资4,000万美元协议。2004年5月，盛大在美国纳斯达克股票市场成功上市。2004年10月，盛大收购中国领先原创娱乐文学门户网站——起点中文网。盛大运营的《泡泡堂》最高同时在线用户突破70万，创造世界大型休闲网游运营新纪录。2004年11月盛大宣布收购韩国Actoz公司控股权。2005年11月，盛大宣布《热血传奇》《传奇世界》《梦幻国度》等三款游戏采用“游戏免费，增值服务收费”，旗下游戏全面实行免费模式，并开创了网游行业盈利新模式——CSP(come - stay - pay)。2006年5月，盛大与华特迪士尼互联网部门合作，共同把迪士尼娱乐内容引入中国网游市场。2007年7月，盛大收购成都锦天科技公司，并推出“风云”、18和20三大计划，推动民族网游行业发展。

美国东部时间2月26日消息，盛大今天发布了截至12月31日的2008财年第四季度和全年未经审计的财报。报告显示，盛大第四季度净营收为人民币10.152亿元(约合1.485亿美元)，同比增长42.1%，比上一季度增长8.4%；净利润为人民币3.427亿元(约合5,010万美元)，同比增长17.1%，比上一季度增长1.7%。

表34-1 盛大2008年度营业增长情况

	2007年度	2008年度		增长率
	(人民币:百万元)	(人民币:百万元)	(美金:百万元)	%
净营业收入	2,467.3	3,569.1	522.2	44.7%
毛利	1,660.2	2,567.3	375.6	54.6%
运营利润	1,002.0	1,442.3	211.0	43.9%
净利润	1,396.1	1,248.4	182.7	-10.6%
每股摊薄净收益(ADS)	19.08(人民币:元)	17.26(人民币:元)	2.52(美金:元)	



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

	2007 年度	2008 年度		增长率
	(人民币:百万元)	(人民币:百万元)	(美金:百万元)	%
Non-GAAP 净利润	1,032.0	1,304.4	190.9	26.4%
Non-GAAP 每股摊薄净收益(ADS)	14.10(人民币:元)	18.04(人民币:元)	2.64(美金:元)	

(二)盛大公司发展历程

第一阶段,中华网注资,因“传奇”而创造了传奇。

1999 年 11 月,陈天桥与弟弟陈大年一同创立了盛大网络,并推出中国第一个图形化网络虚拟社区“网络归谷”。依靠在证券公司工作时建立起来的人际关系,陈天桥在成立盛大网络两个月之后,就获得了中华网 300 万美元的注资。

经过两年的泡沫洗礼,盛大最初 300 万美金的风险投资只剩下了三分之一。而盛大要进入的新领域与投资方产生了巨大分歧。陈天桥们只好自己掏钱赎回了所有股权。这时的盛大只剩下仅够支撑两三个月的资金和一款名叫《传奇》的游戏。“我们拿着这款游戏,说服了服务器提供商让我们先用设备后付费。然后,我们又拿着设备到电信那里去抵押运营。最后,我们跟销售商说,我有一款这么好的产品,你们要包销。”陈天桥三言两语说完了创业之初的资本运营。

《传奇》让盛大安然度过了这场生死玄关,完成了第一次“完美转身”。2001 年 9 月 28 日,《传奇》开始公测,2 个月后正式收费,仅过了一个月,《传奇》的投资就已完全收回。

资料显示,2001 年盛大网络的运营收入为 1.6 亿元。到 2002 年,据工 DG 的统计数据,盛大网络的市场占有率已达到 68%,净收入达到 2.475 亿元。截止到 2002 年 3 月 31 日,《传奇》的注册用户已逾千万人,同时在线人数超过 23.6万人,创下了单一网络游戏产品在单一区域运营的世界最高纪录。

第二阶段,获得软银 4,000 万美元投资,随后进行大肆收购。

盛大由于身在上海而不被 IT 媒体所报道,虽然 2002 年网络游戏做得如火如荼,当年的净利润有 2,000 万美元之多,但在 VC 界以至于 IT 界鲜为人知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是在当时负责融资的财务总监即后来的首席财务官李曙君建议下，盛大请了汇丰银行做融资顾问，融资2,000万美元。经过激烈的谈判，软银在2002年11月28日攻下一城，签了投资条款书。

然而同时，盛大与上游公司韩国的Actoz的争端愈演愈烈，2002年9月28日，也就是盛大与Actoz签订合作协议的一年后，《传奇》源代码在海外泄密，并迅速蔓延到国内，两者之间矛盾开始激化。但是，软银看好盛大，2003年3月，在韩国游戏商Actoz宣布要起诉盛大后不久，软银亚洲正式与盛大公司签署4,000万美元的投资协议，软银亚洲因此持有盛大24.9%的股份。

2003年，盛大一直在收购，一直在花钱，从软银亚洲基金私募的4,000万美元几乎全部用作了收购。

盛大网络在成都收购了当地某软件开发工作室，并成立了一家技术有限公司，盛大网络控股90%，主要从事网吧管理软件的开发和销售；同时收购并成立了两家软件技术发展公司，从事网络游戏的开发。

在深圳，盛大通过合资的形式成立了一家计算机技术有限公司，从事基于手机平台的手机游戏开发，盛大网络控股51%；在上海，盛大还以同样的方式设立了一家从事短信服务的技术发展公司，盛大网络拥有90%股份。

在日本，盛大投资当地的网络游戏公司Botech公司，业内估计该项投资花费为500万美金，在投资后新成立的Botech公司中，盛大控股11.2%；在美国，盛大收购了当今全球两大游戏引擎研发公司之一的Zona公司，并成立了由盛大100%控股的"盛大Zona有限公司"，而国际上另外一家网络游戏引擎研发公司是IBM。

分析人士指出，陈天桥这样做是在抢占先机，做高产业门槛，力求保持行业领先者地位，目的是为了赚取更多的"第一桶金"，更是为上市创造更多的盈利增长点。

盛大从与软银亚洲签订融资协议，到在纳斯达克成功上市之间的收购情况如表34－2所示：

表34－2　盛大收购情况表

2003年3月：盛大与软银亚洲签订战略融资4000万美元协议
2003年6月：盛大与新华控股集团有限共同投资成立上海盛大新华有限公司，开发网络游戏周边产品
2003年9月：盛大收购全国最大的网吧管理软件公司——成都吉胜科技有限责任公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

2003 年 10 月:盛大投资成立上海盛锦软件开发有限公司,致力于网络游戏开发
2004 年 1 月:盛大参股中国 Nokia Symbian OS 平台,J2ME 平台最大的游戏软件供应商——北京数位红软件技术应用有限公司
2004 年 1 月:盛大收购全球领先网络游戏引擎核心技术开发企业之一美国 ZONA 公司
2004 年 5 月:盛大在纳斯达克成功上市

第三阶段,困难重重,终在纳斯达克上市。

2004 年,美国东部时间 5 月 13 日上午 11 时 20 分,盛大网络在美国纳斯达克股票交易市场正式挂牌交易。虽然盛大将发行价调低了 15%,从原先的 13 美元调到了 11 美元,但公开招募资金额仍达 1.524 亿美元,当天收报于 11.97 美元。从盛大公布的上市申请材料来看,陈天桥家族成员(包括其妻子和弟弟)拥有公司 74.9% 的股份,其余 25.1% 的股份由对其进行风险投资的软银亚洲基金持有。刚刚加盟盛大的微软(中国)名誉总裁唐骏有 260 多万股的期权,期权价格为股票的发行价格。

盛大的上市过程也是充满艰辛。盛大最初计划从纳斯达克融资 3 亿美元,预期市盈率在 25 倍以上,发行前的最后一刻,盛大及负责其发行的投资银行高盛公司,将发行价调低 15% 至 11 美元,上市股票也从招股说明书所计划发行的 1,730 余万股削减至 1,385 万股。按此股价,盛大此次公开招股募资额为 1.524 亿美元,仅为原计划的二分之一。

原因分析:在盛大进入上市管道的关键时间段里,NASDAQ 指数一路狂泻,大量国外主流投资机构大量抛售中国股票。自 2004 年年初以来,特别是 3 月中旬以来,海外投资者正大规模撤离去年备受热捧的中国公司股。4 月 2 日至 5 月 12 日,新浪、网易、搜狐等中国三大门户网站的股指分别下跌了 27.6%、27.7% 和 34.5%。在海外投资者眼中,中国经济的宏观形势变了。一系列政策清楚地表明了中国政府已经下定决心治理“过热”:3 月 24 日,央行宣布从 4 月 25 日起实行差别存款准备金率制度,将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高 0.5 个百分点;4 月 11 日,第一次决定尚未落实,央行再次宣布提高存款准备金率 0.5 个百分点至 7.5%,而资本充足率低于一定水平的金融机构将执行 8% 的标准;4 月 29 日,国务院总理温家宝接受路透社采访时,介绍了抑制经济过热准备采取的一系列措施;5 月间,中国人民银行、国家发改委、银监会联合下发《关于进一步加强产业政策和信贷政策协调配合,控制信贷风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关问题的通知》。

赢利方式的单一是盛大的弱点。其招股说明书显示,2004 年第一季度《热血传奇》收入为 1.36 亿元,占第一季度总收入的 56.7%;《传奇世界》收入为7,400万元,占总收入的 30.8%,二者相加共占 87.5%。在这两个传奇游戏之后,休闲游戏《泡泡堂》收入为 2,500 万元,约占 10.4%,其余所有收入相加不过 2.1%。

在上市前,陈天桥用疯狂的收购和多元化拓展来打造网络迪斯尼帝国。盛大网络因《传奇》获得成功,但盛大却未仅仅停留在《传奇》一款产品之上,特别是在推出了《传奇世界》之后,盛大通过在国内外大举并购游戏开发团队,为自己增强了原创的能力,因此在《传奇》与《传奇世界》之外,原先被称为 3D 版《传奇世界》的《神迹》等游戏,无不是盛大网络希望获得华尔街投资者信心的核心武器。

上市不久,盛大又展开了一系列的投资和并购。2004 年 7 月,盛大战略投资中国最大的在线对战游戏平台运营商上海浩方在线信息技术有限公司,收购领先的棋牌休闲游戏开发运营商杭州边锋软件技术有限公司;10 月,盛大收购中国领先原创娱乐文学门户网站——起点中文网;11 月,盛大宣布收购韩国 Actoz 公司控股权;盛大投资并购的热潮在 2005 年 2 月宣布持有新浪 19.5% 股份时达到顶峰。

第四阶段,软银成功退出。

盛大上市后,SAIF 一度持有 1,350 万股 ADS,占股 19%。2004 年 10 月 15 日,盛大用 7,500 万美元回购了 SAIF 约 266 万股 ADS。2005 年 1 月 13 日,盛大在向美国证监会提交的一份 F1 文件中提到,其第二大股东软银亚洲(SAIF)将 1,150 万股 ADS(美国存托凭证,每股 ADS 相当于两股普通股)中的 1,030 万股分配给它的关联方思科和软银亚太投资基金。至此,SAIF 仅持约 120 万股的 ADS。根据思科提交给美国证券交易委员会(SEC)的文件,思科通过上述交易收购了盛大网络 9.7% 的股份。根据思科系统的披露,它已经购买了 1,386 万股盛大网络普通股(即 693 万股的 ADS),但是没有披露收购价格。

截至 2005 年 7 月软银亚洲撤出盛大,兑现 5.6 亿美元,从 4,000 万到 5.6 个亿,不到三年,投资收益高达 1400%。

第五阶段,进行重大战略转型。

快速的发展一直持续到 2005 年上半年,在这一年的 11 月,盛大给业界所有人扔下了一颗“重磅炸弹”,盛大宣布将旗下的几款核心网络游戏《传奇世界》《热血传奇》和《梦幻国度》永久免费,不再收取用户的包月费,转而依靠向用户提供增值服务获得收益。免费运营随即在业内引起轩然大波,竞争对手网



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易甚至宣称盛大是在杀鸡取卵,会对整个行业产生不利影响。更为不利的是,免费运营直接导致盛大 2005 年第四季度大型网游的收入比上季度减少 30.4%。

其实,盛大考虑得很清楚:靠单个游戏驱动,终究摆脱不了游戏周期宿命,企业永远处于为做大而奔波的路上。盛大做免费,意在平台。现在看来,盛大虽然弃子一颗,却赢在全局。目前中国网游中已经有 90% 以上是免费模式,足见盛大当年前瞻性的眼光。2007 年,盛大以一份漂亮的财报证明"游戏免费,道具收费"模式的正确性。盛大 2007 年第三季度财报显示,盛大网络净利润达到 3,180 万美元。对于这个成绩,一向谨言慎行的陈天桥用"近乎完美"来形容。这已经是 2005 年第四季度之后盛大连续第七个季度保持高速增长。

2007 年 5 月,盛大抛售的新浪股票总计 2,118,278 股,共套现 7,650 万美元,除去收购成本,盛大从套现净赚约 2,690 万美元。此前,盛大曾分别于去年 11 月及今年 2 月两次抛售所持有的新浪股票,并从中获利约 1,252 万和 3,170 万美元。从强势入股新浪至全身而退,整个过程盛大共赚了 7,115 万美元。2007 年 2 月,盛大通过花旗出售 400 万股新浪普通股股票,总价值 1.296 亿美元,交易完成之后,盛大仅持有新浪已发行股本的 3.9%。

盛大"风云计划"在 2007 年 7 月推出,旨在进一步发掘类似《风云 Online》水准的好游戏。陈天桥准备了 20 亿现金,专门用于收购市场检验成功、未来潜力大的游戏。"18 计划"指的是盛大高管每个月 18 号将商讨精挑细选的项目。"20 计划"指的是盛大科技将准备 20 亿现金,专门用于市场收购,主要目标为市场运营成功、有潜力的游戏以及其制作团队。目前盛大实际投资企业已经超过 30 家,整体耗资 3 亿元,未来 3 年将继续投资 10 亿元。

盛大公司"18 计划"支持的游戏公司和创业者在"2008 年中国游戏产业年会"上赢得了 6 项"金凤凰奖",他们是:2008 年度中国游戏企业新锐奖:北京众诚协作科技开发有限公司;2008 年度中国游戏企业新锐奖:上海维莱信息科技有限公司;2008 年度中国游戏新锐人物奖:龚金晶(上海维莱信息科技有限公司 CEO);2008 年度十大最受欢迎的网页游戏:英雄之门;2008 年度十大最受欢迎的网页游戏:帝国远征;2008 年度十大最受欢迎的网页游戏:部落战争。

2008 年,步入第九年的盛大在发展上已成熟了不少。今年 4 月 16 日,与印度领先的游戏公司 Zapak 合作,将盛大自主研发的竞速网络游戏《疯狂赛车》输出到印度市场;今年 4 月,盛大宣布成立盛大游戏(SDG)、盛大平台(SDO),3 个月后,盛大文学成立,从而形成盛大"三驾马车"并驾齐驱的局面,一个集团公司的雏形破茧而出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方评述汇集

(一)《21 世纪经济报道》(2003 年 3 月):软银亚洲 4000 万美元入盛大内情披露

盛大原来的现金储备超过 3,000 万美元,加上完成私募的软银亚洲基金 4,000万美元战略融资,盛大手里现金已达 7,000 万美元,盛大将把这笔钱用于网络娱乐产品技术开发、运营,以及拓展至无线、在线教育市场。

一向很少接受媒体采访的软银亚洲信息基础设施基金中国区董事总经理黄晶生在浦东南路的华融大厦密会《21 世纪经济报道》,黄难耐心里的兴奋,他对记者表示:"软银亚洲现在投下这笔资金,7 年后的投资回报率会达到 10 倍。"

黄晶生签单的这笔投资总额是 4,000 万美元,投资领域是网络娱乐市场,投资对象是备受争议的盛大网络,黄对记者说:"这笔投资是中国截至目前互联网应用领域最大的单笔,特别是在目前一个全球范围内互联网行业低迷的特殊阶段,这笔投资显得更有意义。"

当然,这笔投资也显得更加有争议。

一个背景是盛大只是一个在去年 5 月才进入自主研发、目前研发仍处在初期发展阶段的在线游戏运营商,其收入主要来源的在线游戏《传奇》(韩国公司拥有知识版权)已经被韩国合作方 Actoz 和 Wemade 自 2003 年 1 月 24 日开始单方中止合作。

另一个背景是软银四处瘦身抽调资金用于发展其在日本的名为"Yahoo BB"的 ADSL 互联网业务。就是在 3 月 3 日,软银还宣布将出售其在雅虎日本分公司里面 8% 左右的股份(原有 50% 多一点,计划减至 42%),以求获得 6.9 亿美金的资金用于"Yahoo BB"。

和大部分在线游戏业界人士看法不同,黄晶生更看中盛大的运营能力,而不是游戏产品本身的作用。"盛大把一个原本在韩国二流的游戏(《传奇》),做成中国最大的在线游戏品牌(中国市场也是竞争激烈,100 余款游戏竞技中国,而且很多都是免费的),并且拿到 60% 以上的市场份额,我们相信,陈天桥和他的团队会在网络娱乐市场继续做好。"

本报已有报道,去年 7 月,软银亚洲开始接触盛大,中间牵线的是汇丰银行,而且就是 7 月开始,盛大开始扣除 10% (7 月)甚至拒绝支付(8 月以后)应该分给韩国合作伙伴的欠款,截至 2003 年 1 月达 1,160 万美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



黄晶生对记者说："软银亚洲看好这个(投资)案子，非常认同盛大看好的网络娱乐市场。而且在年底之前虽然两家签署了框架协议，和韩方闹分家以后，盛大对软银亚洲坦诚相告，并理性地与软银亚洲一起讨论解决办法。我们的评估后来没有变化，还是按按框架协议顺利签单。"

盛大高层知情人士告诉记者，软银亚洲拿到了20% ~25%盛大股权。如此算来，软银亚洲对盛大的股价应在1.6亿到2亿美元之间。盛大身价经过去年一年多的发展，陡增数百倍(2001年11月及以前收入几乎为零，从中华网分离出来后，价值也就在百万美元左右)。

7年后软银亚洲要得到10倍的投资回报率，根据折算，即是4亿美金，届时盛大的身价将升至6.4至8亿美元。

(二)《高科技创业者》(2004年2月)：软银亚洲：下注盛大网络4,000万美元的理由

有人说，这是软银的一场豪赌。

2003年3月4日，软银亚洲在上海正式与网络游戏企业盛大签署了注入4,000万美元的合作协议，这笔迄今为止中国互联网企业中单笔融资额最大、出让股份最少的一笔风险投资，立刻引起业界和媒体的广泛关注。这意味着，软银注资标志着盛大进军海外资本市场的进一步加速，软银系投资企业有望今年再度登陆纳斯达克。

为什么是盛大?

在众多实力雄厚的门户网站争相加入网络游戏竞争的情况下，如果没有这次融资，盛大很可能成为一个过早衰退的行业先例。而软银的适时出现及资金注入，无疑使时刻处于舆论争议核心的盛大保住了自己在中国网络游戏业界排名第一的位置。

这纸协议背后的事实是，若盛大登陆纳斯达克，除了陈天桥之外，软银显然是最大的赢家。很多人都认为，软银选择在盛大官司缠身、前途未卜时与之接触，传说中的投资意向肯定会生变数；但出乎意料的是，软银竟一下子砸出4,000万美元。阎焱的解释很现实："我们对受资企业有着清晰的判断，不受外界舆论的干扰。盛大自身稳定可靠的赢利模式是获得投资的关键所在。对软银亚洲而言，对行业的看好和对盛大领先优势的认同，几乎就是投资的全部原因。"

后有投资界人士分析，软银亚洲就是要在其他风险投资都没钱或投钱谨慎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候,用 4,000 万美元这样一笔超乎想象的资金,进一步拉开与跟随者的距离,生生"砸"出一个鹤立鸡群的优秀企业。阎焱语气事实也证明了软银亚洲独到的战略眼光。

"在盛大与韩国企业的这场商业纠纷中,软银亚洲和盛大一起参与了谈判。"软银亚洲总裁阎焱强调:"我们和盛大从接触到签订协议仅一两周,许多人都很诧异,殊不知我们对盛大的考察前后花了 5 个月的时间。以我们多年的投资经验,投资失败的原因 95% 甚至 99% 都是因为投错了人,而不是投错了项目本身。因此我们在选择受资对象时,用 40% 的时间来考察这个公司的商业模式及赢利模式,用超过一半的时间来考察受资公司的团队。"

阎焱说,之所以选择陈天桥有两个最重要的原因。第一,他成功过。早在盛大代理网络游戏之前,陈天桥就已经把一个互动网上游戏社区经营得有声有色,并实现了赢利。第二,他确实是个聪明人。这个 20 多岁就当上上海陆家嘴集团董秘的年轻人,有着超出同龄人的成熟和稳健——尽管,他自己曾是一个游戏迷。"他和我沟通的时候,那种默契和顺畅让彼此感觉很舒服。"

很多人在那场官司之后,认为盛大很难在缺乏游戏开发能力的情况下,继续以往的赢利神话。

"我们并不认为盛大的成功只是一个偶发性的成功。盛大通过《传奇》获得了宝贵的运营体验,这种体验造就了足够高的门槛,别人要赶上来至少要花一年半到两年的时间,而在这段时间内,我们可以在其他领域开拓新的经济增长点。"阎焱说。一个不为人知的细节是,大名鼎鼎的新浪网在全国共有 70 个服务器支持自己的日常运营,而陈天桥通过与各地网吧的联盟,在全国共建立了 500 个服务器。如此的对比,一则说明了盛大的风靡,二则说明了盛大的市场网络营销能力。"做到这一点非常不容易。和代理了某一韩国游戏相比,这更能说明盛大之所以成功的理由。"阎焱意味深长。

按照阎焱和陈天桥的规划,4,000 万美元将主要用来收购欧美一些游戏开发公司,弥补盛大在游戏开发能力上的弱势,打造盛大完整的游戏产业链条。

(三)《新经济导报》(2004 年 6 月):盛大上市的荣耀与光环背后

分析人士认为,虽然盛大在上市最后阶段遇到障碍,不得不低价上市,然而作为一土生土长的中国企业,能够在美国纳市有这样的表现,对国内科技产业具有积极的鼓励作用。在这位分析人士看来,在前面多家中国公司表现不佳投下阴影,国外投资者对中国概念股信心低迷的时候,盛大的表现非常不容易,作为一个 2 到 3 年时间内崛起的互联网公司,盛大的成功为产业、为用户、为资本



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场开辟了一个全新领域,其上市拓宽了投资者的想象空间。

当然,在荣耀和光环的背后,一些潜存的阴影和不足也不容忽视。其中最大的问题就在于投资者对盛大能否保持现在的赢利水平仍然表示怀疑。

在盛大之前,韩国第二大网络游戏公司、《奇迹》开发商 We－bzen(股票代码:WZEN)在纳斯达克的遭遇,可被看做是一件失败的案例。去年,We－bzen 在纳斯达克上市发行,发行价为 11.17 美元,首日开盘即跌至 11.09 美元,直至今日该公司股价依然在低谷中徘徊。Webzen 的最大弱点在于现有产品《奇迹》已老化,而新产品的推出遥遥无期,令投资者不愿跟进。和 We－bzen 不同,盛大近来在新产品开发上明显加快了步伐,其目的就是为了尽快完善产品链以寻求新的支撑,通过新的网络游戏来抢占市场,并最终赢得投资人的信心。

即使能够推出新的产品,那么新的游戏能否真正挑起大梁,这也是对盛大等网游企业的考验。根据盛大公司公布的数据,从 2004 年第一季度来看,《传奇》的收入为 1.36 亿人民币,占第一季度总收入的 56.7%,《传奇世界》的收入为 7,400 万人民币,占总收入的 30.8%,两者相加为 87.5%,无疑《传奇》仍然是盛大最主要的收入来源。在两个传奇游戏之后,是休闲游戏《泡泡堂》,收入为 2,500 万人民币,约占据 10.4%,其余所有收入相加不过 2.1%。

从中我们不难发现,虽然距离《传奇》已经在国内推出运营达 2 年之久,但它仍然充当着盛大赢利的主要来源。自《传奇》之后,《新英雄门》《疯狂坦克 2》《破碎银河系》等,盛大代理运营的网络游戏不可谓不多,品质不可谓不比《传奇》强,但其结果却都难以超越《传奇》,盛大在新产品的推广上,还有很长的路要走。

而且,随着国内网络游戏领域竞争的加剧,盛大的对手们在自主研发上也不逊色,中国网络游戏市场在爆发出惊人成长力的同时,也让全世界顶尖级的游戏公司把目光聚集在了这里。如果说盛大之前的成功,很大程度上是因为市场的先机和缺乏对手的话,那么自从盛大在纳斯达克上市以来,它所面对的竞争对手也将空前地强大。在这种形势下,盛大等领先性企业如何继续领跑网游市场?

对中国的网游企业来说,盛大在纳斯达克的上市,更像一个新的起点。

(四)《21 世纪经济报道》(2005 年 1 月):盛大与思科、软银的风花雪月

1 月 13 日,盛大在向美国证监会提交的一份 F1 文件中提到,其第二大股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

软银亚洲基础设施基金(SAIF)将1,150万股ADS(美国存托凭证,每股ADS相当于两股普通股)中的1,030万股分配给它的关联方思科和软银亚太投资基金。

“思科是SAIF的出资人,作为风投基金,SAIF以这种方式减持,极为罕见。”温天立说。

盛大上市后,SAIF一度持有1,350万股ADS,占股19%。去年10月15日,盛大用7,500万美元回购了SAIF约266万股ADS。至今,SAIF仅持约120万股的ADS。

在F1文件中,盛大没有详细说明SAIF股份的分配情况。

关于SAIF分配股份的价格,该人士说,由于他们之间属关联股东关系,因而不存在按流通价格转让的可能,可能只是划拨。

SAIF成立于2001年,由日本软银和思科合作组建。在公司架构中,由思科出钱,是有限合伙人;软银派人管理,是普通合伙人。

据温天立透露,SAIF在2003年3月入股盛大的4,000万美金中,即是来自思科。

盛大在去年6月纳斯达克上市后,从11美元的发行价一路起步,最高曾探到45.40美金。如果以这个价格测算,SAIF持有的1,350万股ADS对应身家高达6亿美金。这已是初始投资的15倍。

SAIF毕竟是风险投资基金,如何套现退出?机会是在发售可转债时出现的。

去年10月15日,盛大对外发售2.75亿无息美元可转债。此中,盛大特意拿出7,500万美元回购SAIF持有的266.3125万股ADS,每股ADS的回购价为28.16美元。

这一交易的本质是将盛大的股权转为债权。即266.3125万股的ADS将从盛大总股本中注销,但盛大的总负债中将增加7,500万美金。

分析人士称,是次回购的结果是皆大欢喜。首先是SAIF,用19个月时间全部回收4,000万美金的成本,实现利润3,000万美元,另剩1,150万股左右的ADS;其次是盛大网络,用投资者的钱,“答谢”SAIF的支持。某种程度上,SAIF既是风险投资,也是战略伙伴,盛大能够上市,与SAIF也不无关系。

再次,也是更为重要的,就是思科的安排。由于发售可转债有一个3个月的禁售期的安排,因而包括盛大、盛大的主要股东、盛大的官员和董事以及SAIF都必须遵守为期三个月的封锁期规定,封锁期至2005年1月13日美国股市收



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



盘后结束。1 月 13 日，盛大网络提交的 F1 文件，将思科的安排大白于天下。瑞银证券研究员温天立说，据他的经验，风险投资基金一般是直接将股份卖给二级市场寻求套现，像 SAIF 这样，将股份转让给原始股东，有点不正常。他说，相对 SAIF 来说，思科抛售盛大股票的可能性要小很多。这是否意味着，思科在考虑长期持有盛大股票呢？

根据本报记者的调查发现，SAIF 分配的 1,030 万股 ADS 的走向是，其中的 111 万股 ADS 分配给了软银亚太投资基金，另外的绝大部分则给了思科。前者在分配到股份之后，也像 SAIF 一样，迫不及待地表示要全部出售。

而后者截至目前，没有任何意欲抛售的迹象。同时，盛大的其他股东、董事高管在禁售期满后也未有此表示。

一边是刚刚结束禁售期，迫不及待地抛售；一边是将大额股份转让给原始股东，而思科又似乎是长期持有？——思科与软银亚太、SAIF 为何有双重脸？

（五）《红网》（2007 年 10 月）：变身 VC 盛大 30 亿投资孵化原创网游金蛋

2003 年 4 月，软银向盛大投资 4,000 万美元，11 个月后的 2004 年 5 月盛大上市，18 个月后的 2005 年 1 月，软银陆续退出盛大，获得回报 5.5 亿美元，回报率高达 14 倍。

此后，九城、完美时空、金山、巨人、网龙等中国多家网游运营商获得全球资本市场的青睐，已经或即将在美国纳斯达克或香港上市，令中国无疑成为全球网游运营的黄金市场。

如今，盛大决心自己在中国网游市场复制软银成功的 VC（风险投资）神话。

10 月 26 日，盛大在北京举办的第五届中国国际网络文化博览会上正式曝光其“风云计划”和“18 计划”的投资名单，东南地区影响力最大的游戏研发公司“厦门御风行”研发的游戏《蜀山》获得盛大“风云计划”千万元级的投资，《鬼吹灯》、《封神演义》、《纵横天下》、新版《英雄年代》等 4 款国内自主研发的民族文化网游则进入盛大“18 计划”的第一批投资名单。

盛大网络副总裁李瑜同时为盛大的《热血传奇》等项目组的负责人颁发百万元巨奖，他们是加入了盛大“20 计划”，可以直接参与游戏收益 20% 的分成，一个季度拿到了百万巨奖。

盛大“风云计划”源自今年 7 月 5 日盛大以超过人民币 1 亿元收购成都锦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天科技公司及其运营的3D网游《风云Online》，此举将使年仅23岁的锦天科技创始人彭海涛一夜成为亿万富翁。随后，盛大董事长兼CEO陈天桥拍板成立风云基金，投入20亿元巨资，启动"风云计划"，随时投资《风云Online》水准的网游，造就至少20个像彭海涛一样的亿万富翁。

与风云计划投资成熟公司和游戏不同的是，总基金10亿元的盛大"18计划"，源自于陈天桥和盛大高层"每月18号听你讲故事"。每个月18号全天，包括陈天桥在内的所有盛大决策者，都会亲自接待入选"18计划"的团队或项目，当场拍板合作或投资。被认可的个人或团队，可以拿到百万到千万元量级的投资。

此外，盛大还推出"20计划"，鼓励盛大内部员工创业或承包游戏运营，运营团队的骨干成员可以获得最高比例达20%的游戏收益分成，中国最优秀的游戏技术人员还可以申请加入盛大，以"百万年薪和分成"方式参与盛大游戏的开发。

与一般风险投资不同的是，获得盛大投资的游戏项目和团队，还将同时获得盛大在运营、研发、技术等方面的全方位支持。

"无论是'风云计划'还是'18计划'，都需要很多钱。如果钱不够，我们会去路演，会去圈钱，这是我们的事。与盛大合作的创业者，可以把其他任务都交给我们，你的唯一任务就是专心创新、创造新游戏。"陈天桥说。

业内相关人士指出，对于盛大这样有实力的大公司，投资现成的好游戏，是将潜在的竞争对手变成了盟友，这是一种最理想的风险低、回报高的策略。未来，风云、18、20三大计划，将使国内网游人才、作品等行业优势资源进一步向盛大集中，盛大会越来越像全球首屈一指的互动娱乐软件发行商EA(美国艺电公司)，聚集起一大批中国顶尖的游戏制作团队。

陈天桥本人则将其庞大的投资计划归结为游戏全民化时代到来的必然。"经过数年发展的网络游戏，在中国已经成为了一个真正的全民运动，这不单是因为越来越多的人成为游戏的体验者，游戏也让全民成为真正的创意者和创造者。"陈天桥认为。他同时反思到，"与完美世界、征途、问道、风云、魔域等快速成长的中国第二代游戏运营商相比，包括盛大在内的有着很长从业历史的公司近几年表现并不尽如人意，一个重要的原因，是我们抛弃了游戏的全民化基础，关起门来搞所谓的精英开发，用一个团队的智慧去对抗千千万万用户和竞争对手的智慧。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(六)《新浪科技》(2009年4月):平台计划成盛大下一个传奇

网络游戏在国内很火。不仅仅因为,网络游戏已经成为所有上市公司中最大的一个集团军,这给了年轻的创业者一个强烈的示范;还因为,越来越多的人,从创业者到投资人,纷纷把网络游戏当成了经济危机的避风港。但我一向认为,根本不存在什么避风港。人们往往只看到了光线照到的那一面,却有意无意地忽视了70%的网络游戏实际上不赚钱的事实。而且,那些目前正在赚钱的游戏公司,也通常要为寻找下一款赚钱的游戏而殚精竭虑、寝食难安。

我时常看到有人问,盛大的下一款《传奇》在哪里?我相信,陈天桥也曾经问过自己同样的问题。2003年之后,盛大自主研发或代理了很多款网游,但没有一款能够再现《传奇》的8年传奇。

对一个打算永续经营的游戏公司来说,你没有办法不为下一个"传奇"而苦恼。每一款游戏都将被用户抛弃,再辉煌的游戏也有寿终正寝的一天,找不到下一个,游戏公司就失去了在市场上立足的理由。当大多数国内网游公司还在祈祷下一个"传奇"的时候,大概只有盛大想明白了,与其把宝押在下一个"传奇"上,不如把宝押在某种机制上。

其实,这算不上什么独门绝技。开放自身资源,帮助业界发展,从而给自己创造出更大的发展空间。Windows是这么做的,Google是这么做的,亚马逊是这么做的,甚至连苹果也开始这么做了。盛大不过是向其他游戏公司和创业者开放了自己的核心资源,就像陈天桥所说:盛大不能一直把自己当做一个游戏公司来运作,我们要在一条更高的跑道上去跑。我们不会跟业内其他的游戏运营公司或游戏研发公司在同一条跑道上去竞争,而是通过我们这个平台,通过我们的投资去培养出跟他们一样的游戏公司。

这一下就让盛大从寻找下一个《传奇》的尴尬中摆脱出来,站到了一个更高的位置上。我相信,精明如史玉柱者也无比嫉妒盛大今天的位置,但没辙,只能是盛大。看看过去数年中国网游公司的经营业绩排行榜,你会发现这是一个变化莫测的排行榜,二三名常常各领风骚三两季,唯一不变的是领头羊盛大。

打败一款游戏是容易的,打败一个平台是困难的。我相信,陈天桥已经找到了通往他的"网上迪士尼"梦想的宽广路径。他不再需要一款新的《传奇》,这本身就是一个"传奇"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评1

为什么游戏能赚钱？而且为什么能赚大钱？因为随着中西文化的不断交融，西方强调个性和个人价值自我实现的价值观日益成为主流。而现实生活中，绝大多数人是无法实现个性和个人价值的自我实现，而打斗型游戏成为他们实现自我价值很好的虚拟平台，为了自我实现，连命都可以不要，何况区区的游戏费？

本书点评2

把游戏上升到文化的高度是一次壮举，摆脱了玩物丧志对游戏者的指责，游戏产业化并提高到文化的高度，是社会文明和进步的标志，只有这样，才能发展游戏产业。美国的价值观就是通过好莱坞的电影文化传播到世界各地，甚至在美国对伊拉克战争期间，伊拉克街头还有美国大片的海报呢。

本书点评3

盛大成功地代理韩国游戏《传奇》，再次证明了创业最好还是走贸、工、技的道路，联想当初就是靠代理美国电脑起家的，其中包括 IBM，最后居然收购了 IBM 电脑。

本书点评4

在资本市场上的游戏，主要是是靠营造概念。而谁有雄厚的资本把假话说一万遍，当假话成为共识的时候，成为预期的时候，就是获得暴利的时候，现在想想都是这样，当初国际油价涨到 147 美元的时候，我们的以航空公司为代表的大型国企和高盛在期货市场对赌，后来油价跌到 35 美元，跌得越多，我们就赔得越多，真是案板上的肉啊。

本书点评5

中国人对麻将的痴迷，就验证了全民游戏化的理念是无比正确的。而游戏公司要做的就是游戏市场的细分，定位要准确。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评6

如果盛大真的能把游戏平台化，盛大就是中国最伟大的企业之一，它的价值超过中石油、中石化们，其实中石油、中石化的业绩可以通过数学模型接近精确地被测算出来，没什么投机价值。而平台化的商业企业是最具魅力的企业，也是最佳的投机或投资的标的物。近年来，在美国市值最大的是沃尔玛这样的平台化的新兴商业企业。在中国能持续保持50%左右速度增长的企业是苏宁电器。中国人的这种动不动就是行业老大的意识太落后了。得平台者得天下，微软是平台，谁敢称自己是微软第二？迪斯尼是娱乐平台，谁敢称自己是迪斯尼第二？盛大有希望，因为他提出了游戏文化的概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十五章　赛维 LDK

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

2005 年 7 月，彭小峰创立了民营企业江西赛维，2006 年 4 月投产，当年完成销售收入 9.5 亿元。2007 年 6 月 1 日，赛维 LDK 成功在美国纽约证交所上市，成为中国企业历史上在美国单一发行最大的一次 IPO(首次公开发行股票的简称)。

赛维 LDK 是江西省企业有史以来第一家在美国上市的企业，是中国新能源领域最大的一次 IPO。江西塞维 IPO 融资额高达 4.69 亿美元，成为继无锡尚德之后，中国太阳能产业的又一巨头。2007 年 8 月，赛维完成销售收入 4.8 亿美元，折合人民币 30 多亿元。同时，江西塞维于 2007 年 8 月向外界宣布，将在未来两年中斥资 120 亿元上马 1.5 万吨多晶硅项目，项目建成后，其多晶硅年产能将达到 1600 兆瓦。公司发展很快，公司目前有 7000 多人。

江西赛维 LDK 太阳能高科技有限公司是目前世界规模最大的太阳能多晶硅片生产企业。工厂坐落于江西省新余市经济开发区，专注于太阳能多晶硅铸锭及多晶硅片研发、生产、销售为一体的高新技术光伏企业，拥有国际最先进的生产技术和设备。公司注册资金 11,095 万美元，总投资近 3 亿美元。2006 年 4 月份投产，7 月份产能达到 100 兆瓦，8 月份入选“RED HERRING 亚洲百强企业”，10 月份产能达到 200 兆瓦，被国际专业人士称为“LDK 速度奇迹”。荣获“2006 年中国新材料产业最具成长性企业”称号。目前公司正致力于发展成为一个“世界级光伏企业”

江西赛维 LDK(LDK – US)2007 年第 4 季受惠于洁净能源的需求增加，净利较第 3 季成长 18% 至 4,920 万美元或每单位 ADR 44 美分，优于分析师预期的 41 美分。营收激增 3 倍至 1.928 亿美元，也超过预期的 1.83 亿美元。但受到多晶硅价格上涨的影响，毛利由 42.9% 降至 30.1%。公司重申 2008 年营收



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目标为9.6亿~10亿美元,毛利介于26~31%,低于分析师预期的10.6亿美元营收。

全球光伏发电产业增长迅猛,10年平均增长40%,未来发展空间十分巨大。德国、美国、日本的光伏产业政策催生了光伏发电行业的高景气。我国光伏发电产业呈现出较为明显的生产能力巨大、但市场容量较小的特点,多晶硅原料90%依赖进口,太阳能电池90%以上出口。

江西赛维目前是亚洲最大的太阳能多晶硅片生产企业,目前共有涉及16个省市33个多晶硅投资项目,总投资在1,000亿元以上,投资的产能达到15万吨。

LDK太阳能2008年4月3日宣布:公司已签署一项10年合约,向印度的MoserBaer光电公司提供640兆瓦的多晶硅太阳能晶片,协议生效始于2008年中期,到2017年止;MoserBaer表示将根据合约价值给予LDK预付款项。

4月16日,全球最大的工程建设企业之一美国福陆公司(Fluor)宣布,它赢得了江西赛维LDK太阳能高科技有限公司的一份合同,价值10亿美元;该多晶硅项目2007年8月开始建设,预计第一条制造生产线将在2008年12月31日实现机械竣工;按照计划,三条生产线将在2009年7月全部完工,预计此项目建成后,每年将生产1.5万吨多晶硅和9万吨三氯硅烷。LDK4月10日表示,将发行3亿美元兑现券来为其多晶硅项目建设及产能扩大融资,LDK也将从此项融资中抽取部分来进入长期合约从其美国存托股份中回购价值1.5亿美元的股份。其财务业绩如表35-1:

表35-1 财务数据

(以百万美元计)

利润表	2008年第4季度	2008年度	2007年度
总收入	426.61	1,643.49	523.95
毛利总额	-126.79	172.98	151.54
营业利润	-155.07	105.56	146.80
净利润	-133.09	154.72	144.06
资产负债表			
流动资产总额	1,325.04	1,325.04	741.75
资产总额	3,461.13	3,461.13	1,309.99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

利润表	2008 年第 4 季度	2008 年度	2007 年度
流动负债总额	1,510.95	1,510.95	522.01
负债总额	2,597.82	2,597.82	616.91
股东权益合计	863.31	863.31	693.07
现金流量表			
	—	144.06	—
	—	-80.66	—
	—	-328.62	—
	—	462.32	—
	—	53.24	—
主要财务指标			
	2008 年第 4 季度	年度	年度
.		2008 年	过去一年
净利润率	-31.20%	9.41%	9.41%
营运利润率	-36.35%	6.42%	6.42%
息税折旧前利润率	—	—	—
平均资产回报率	-16.07%	6.49%	6.49%
平均股权回报率	-57.32%	19.88%	19.88%
员工	6,253	—	—

来源:Google 财经

(二)历史沿革

2007 年 6 月 1 日,赛维 LDK 成功在美国纽约证交所上市,成为中国企业历史上在美国单一发行最大的一次 IPO(IPO 就是 initial public offerings,首次公开发行股票的简称)。另悉,赛维 LDK 是江西省企业有史以来第一家在美国上市的企业,是中国新能源领域最大的一次 IPO。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总部位于江西新余的光伏企业江西赛维是继无锡尚德和常州天合之后的第三家登陆纽交所的中国光伏企业，也是2008年第五家在纽交所挂牌的中国企业。该公司共募集资金4.69亿美元，成为自2004年以来，在美国融资金额最高的国内企业。

江西赛维是一家专注于太阳能多晶硅铸锭及多晶硅片研发、生产、销售为一体的高新技术民营企业。该公司这次共发行1,738.4万股美国存托凭证（ADS，每一份ADS相当于4股普通股），发行价格为每股27美元。

江西赛维股票2007年6月1日在纽交所挂牌交易，当天开盘价为28美元，最高升至30.14美元，收盘价为27.20美元。

二、各方观点

（一）《证券日报》(2008年5月6日)：JP摩根布局中国光伏产业

作为国际市值最大的光伏企业之一，江西赛维LDK太阳能高科技有限公司最近刚刚完成了4亿美元可转换高级债券发售。

4月29日，赛维LDK总裁兼首席运营官佟兴雪接受《证券日报》采访时说道，公司只用了5天时间就成功售罄4亿美元债券，在挂牌地纽约被投行界传为佳话。

对于认购对象，佟兴雪表示因签有保密协议不便透露。但另据纽约投行人士透露，该笔债券的认购方之一是JP摩根。随后记者向JP摩根上海代表处求证该消息，JP摩根的一位人士证实了确有此事。

于去年6月登陆纽约证券交易所的赛维LDK，是一家诞生自江西的民营企业，仅仅3年，这家公司已成长为全球规模最大的太阳能多晶硅片生产企业，其主要客户是全球太阳能电池前20强。

此次债券发行主要是用来回购公司美国存托股、投资公司多晶硅建设以及硅片产能的扩张，而赛维LDK正在兴建16000吨的多晶硅项目。

2007年6月4日，赛维LDK顺利登陆纽交所，公司委任JP摩根为其美国上市存托银行，公司发行了1,738.4万股的美国存托股，发行价格27美元，融资金额为4.69亿元。

“如果我们不及时上市募集资金，赛维LDK就没有今天的发展，也更不可能有以后的规划。”佟兴雪说。据了解，赛维LDK 2006年4月投产，当年营业收入即有8.3亿元，2007年公司销售收入40多亿元（5.5亿美金），净利润率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

27.5%，净利润约12亿元(1.57亿美金)。

作为美国最优秀的债券承销商和老牌商业银行，JP摩根在投行和风投领域做得并不出色，一直居于二流投行地位。

因而，在高盛、摩根士坦利等一流投行在中国疯狂攻城略地的时候，JP摩根也跃跃欲试。

2007年6月，在江苏镇江大全集团6000吨多晶硅项目奠基典礼上，现场除了应邀而来的多晶硅上下游产业链同行之外，还有JP摩根证券(亚太)有限公司高级副总裁蒋海涛。蒋海涛当时表示，多晶硅扼住了国内光伏行业发展的咽喉，多晶硅制造将是继太阳能电池制造之后另一个受资本市场欢迎的概念。

目前JP摩根已经安排专人跟踪国内的光伏产业发展，并且根据不同的产业环节进行细化分工，以期及时把握与国内企业的合作机会。目前JP摩根相关人士正在积极接洽国内拟上市光伏企业，可能会帮助其实现境外上市。

正因为有JP摩根对于光伏企业的炽热目光，所以之后参股赛维LDK，也就不是什么意外之事了。

(二)《太阳能网》(2008年7月5日)：瑞银依然看好中国太阳能业

瑞银7月4日发布报告，分析了中国太阳能企业的近期走势。瑞银上周走访了6家中国太阳能企业：尚德太阳能(SuntechPower，STP)、LDK太阳能(LDK Solar，LDK)、英利新能源(Yingli GreenEnergy，YGE)、晶奥太阳能(JASolar，JASO)、昱辉阳光(Renesola，SOL)及天合光能(Trina Solar，TSL)。

瑞银指出，多晶硅成本2009年将降低。瑞银走访的这些企业均表示随着多晶硅新供货合约即将开始执行，多晶硅成本2009年将下降。瑞银预计LDK自身生产多晶硅将减少成本，而STP2009年逾80%的多晶硅合约供货可能让其受惠。YGE则由中国新建多晶硅工厂供货，它也应能减少成本。瑞银认为，GCL多晶硅(前江苏中能)将会继续提供具有竞争力的多晶硅交易。瑞银估计中国生产商的多晶硅或晶片成本降幅在每瓦0.40至0.70美元之间。

瑞银指出，从目前来看，2009年太阳能模块及晶片价格仅将微跌。STP已接获对2009年逾800MW(兆瓦)模块的询盘，并且客户允诺价格不会低于2008年的8%。在TSL2009年约50MW的模块产量中，65%的售价定在每瓦3.85至3.95美元。而且，TSL称它在2008年对一个100MW的迪拜项目进行了投标，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这是一个意外的需求增长。在6月国际太阳能会议(慕尼黑)上YGE接到165个买家对2009年的询价,这显示了强劲的需求面。其模块平均售价2009年预计在3.75至3.85美元。

这些迹象均显示2009年模块价格与2008年的每瓦4.00美元相比,跌幅将小于8%。在瑞银的企业模型中,它假设2009年模块价格在每瓦3.45美元,比2008年低15%左右。瑞银认为这依然是实际可行的,三家企业(STP、YGE及LDK)随着2009年销量增加以及利润持稳乃至上升,它们的收益应会大幅提高。

瑞银重申LDK、STP及YGE的买入评级。瑞银认为投资者目前过于悲观,并过度强调西班牙,2009年开始减少太阳能安装补贴可能产生的不利影响。瑞银认为,投资者可能低估了意大利、韩国、日本及中东等不发达市场所具有的发展潜力。瑞银从走访企业的反馈中获悉2009年的需求将保持强劲。虽然目前股价低迷,但由于2009年收益可能出现意外增长,因此瑞银重申LDK、STP及YGE的买入评级。

(三)《中国经营报》(2008年7月2日):PIPE融资收益预期下调

LDK PIPE融资是直接上市后的定向增发和协议转让。5月份的江西赛维LDK,是JP摩根直接认购了该公司发行的4亿美元可转换高级债券。

“投资PIPE与上市前投资策略不同,在当前股市不好的情况下,后移的PIPE投资,也到了比较合理的时机。”华生资本合伙人许文聪告诉记者,在上市前主要看重企业的成长性,这种策略的收益较高,但失败概率也高;而PIPE则主要注重公司的现金流和经营团队稳定等情况,收益不可能很高,但安全边际更高;而且经过股市调整后,入股价格更有吸引力。

华威国际副总经理侯文山则认为,PIPE投资市盈率一般与二级市场差别不大,但在IPO(Initial Public Offering,首次公开募股)放缓、退出风险和时间成本增加的情况下,PE主动下调收益预期,并将投资阶段向上市后转移,也是一种应对策略。

事实上,除了后移外,私募投资领域也同时出现投资阶段前移的思路——要么极早期,要么尽量后移。其中,占绝对优势的外资PE多数选择后者。某外资PE投资经理告诉记者,IPO推迟后,基于对国内经济的预期不明朗,很多本来想2~3年就退出的基金,可能不愿意在不确定的情况下继续等待,转而选择预期相对明确的Pre-IPO(企业上市前融资)或者PIPE。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清科集团的数据显示，今年二季度，国内小额投资案例数大幅增长，单个投资金额低于500万美元以下的案例数达81个，占披露金额案例总数的56.6%，但投资金额只占17.7%；另一方面，创投机构不惜砸下重金进入优秀成熟企业，单个投资金额高于2,000万美元以上的投资案例数虽只占一成比例，却贡献了近半投资总额。

迟景朝介绍，PIPE投资一般有一定的锁定期，国内3年，国外则一般是1～2年。一些机构进行PIPE的目的，并不是单纯地寻求财务投资机会，还包括对战略投资者的定向增发。此前一度热闹非凡的新加坡航空和淡马锡公司入股东方航空，就是一个比较典型的战略入股PIPE投资。

值得注意的是，今年上半年来，国内A股再融资一直比较冷清，因此发生在国内的PIPE案例还比较少，这一阶段的PIPE投资主要瞄准香港和美国上市的中国公司。"很难说，下半年这种情况会有转变，我们对A股的前景不是很乐观。"迟景朝表示。

虽然PIPE热火朝天，但业内人士提醒，虽然其安全边际比较高，但也有风险——去年高盛对福耀玻璃和美的电器的投资，就因为入股价格过低，都被证监会否决。

前述外资PE投资经理告诉记者，A股暴利机会在减少，但PE也担心股价大规模下跌，而且内地3年锁定期及对外资并购的诸多规定，也使得PE相对谨慎。

（四）瑞银（2008年9月6日）：LDK现增持机会

太阳能电池模块价格预计将于2009年出现下滑，但几家亚洲太阳能业股仍有增持机会。

瑞银认为，9月3日太阳能行业股出现抛售，是在前期骤涨之后产生的回调，太阳能行业股出现回调，呈现增持机会。

意大利政府太阳能监管部门预测，到2009年，意大利太阳能装机容量将低于450MW（兆瓦），并认为，意大利高达1.2GW（吉瓦）的政策补贴到2012年方可实现。这大大低于业内几家生产厂家的预测，业内预测意大利2009年太阳能限额补贴达1GW，可以抵消西班牙市场的下滑份额。

因美国投资税抵减（investment tax credits,）具不确定性，西班牙市场下滑及薄膜电池模块供应增加等因素，2009年太阳能模块价格将下滑10%至20%。此预期下滑幅度高于大多数同业竞争者5%至10%的下滑预期。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



预计2009年3.22美元/Wp的太阳能电池模块价格仍可实现。瑞银预计，由于欧元疲弱，太阳能电池模块价格以美元计可能低于大多数厂家的预期，即下滑幅度超过5%至10%，以欧元兑美元为1:1.45计，将达15%。此前瑞银的预计为下滑20%，瑞银认为3.22美元/Wp价格仍可实现。

9月3日太阳能行业股出现抛售，是在前期骤涨之后产生的回调，而这正是增持STP(无锡尚德)、赛维LDK及YGE(天威英利)股的良机。STP公司2009年产出将可能翻倍，而毛利润仍保持弹性；LDK公司因多晶硅生产启用，利润可能得到改善；而YGE因其多晶硅成本大幅下降，而改善利润。

本书点评

光伏行业属于高污染工业，在国外环境成本非常高，所以跨国公司将制造环节全部外包出去，仅保留核心技术研发、装配和销售机构，同时国内企业需要缴纳高昂的专利技术使用费。一旦上游原材料成本提高和下游需求疲软，对国内光伏产业将是致命性的打击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十六章 中海油:上市前的私募

一、案情回顾

(一)中海油简介

中国海洋石油有限公司于1999年8月在香港注册成立,并于2001年2月27日和28日分别在纽约证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。2001年7月,本公司股票入选恒生指数成分股。

中国海洋石油有限公司是中国海洋石油总公司旗下的子公司。中国海洋石油总公司为中国最大之海上石油及天然气生产商,主要业务为勘探、开发、生产及销售石油和天然气。

中国海洋石油总公司(以下简称中国海油)是中国最大的国家石油公司之一,负责在中国海域对外合作开采海洋石油及天然气资源,是中国最大的海上油气生产商。公司成立于1982年,注册资本949亿元人民币,总部位于北京,现有员工5.3万人。

自成立以来,中国海油保持了良好的发展态势,由一家单纯从事油气开采的上游公司,发展成为主业突出、产业链完整的综合型能源集团,形成了上游(油气勘探开发生产及销售)、中下游(天然气及发电、化工、炼化、化肥)、专业技术服务(油田服务、海油工程、综合服务)、金融服务以及新能源等产业板块。近年来,通过改革重组、资本运营、海外并购、上下游一体化等重大举措的成功实施,企业实现了跨越式发展,综合竞争实力不断增强。2008年,中国海油全年实现销售收入1,620亿元,利润总额565亿元,分别较上年增长22.1%和15.2%。集团总资产3,090亿元,净资产1,676亿元,较年初增长23.3%和22.3%。全年油气产量达4,047万吨油当量。

截至2008年12月31日,集团拥有净探明储量约26亿桶油当量,全年平均日净产量达469,407桶油当量。集团共有员工3,288名。总资产约人民币1,798亿元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2008 年总公司及下属两家公司标准普尔和穆迪评级均有提高，分别被授予 A 和 A1 级资信评级。

在克服了强台风造成巨大产量损失并保证安全生产的情况下，2007 年公司生产油气 4046 万吨油当量，同比增长 0.2%，圆满完成了各项生产经营任务。

除上游传统业务外，中国海油近年来大力推动结构调整和产业升级，不断完善公司产业链、价值链。伴随着特色中下游产业的成长壮大，中国海油综合型能源公司的产业架构基本形成。国内第一个进口液化天然气（LNG）项目——广东 LNG 项目已于 2006 年 5 月顺利投产，福建、浙江和上海项目正在紧张建设阶段。公司在中国 LNG 领域的领先地位已牢固确立，并将为东南沿海地区的经济发展和环境保护做出重要贡献。中海壳牌南海石化联合工厂、惠州炼油厂两大世界级项目以其技术含量高、规模经济效益好、管理成本低的优势和特点，提升了国内同行业发展水平。在差异化发展战略指导下，尿素、重交沥青和燃料油等下游产品所占市场份额不断提高，市场主导能力不断增强。

中国海油在海内外资本市场上市的四家企业——中国海洋石油有限公司、中海油田服务股份有限公司、海洋石油工程股份有限公司和中海石油化学股份有限公司始终保持良好表现，其完善透明的公司治理、较强的赢利能力及良好的成长性，获得国内外资本市场的广泛认可。2007 年，中海油入选《福布斯》全球 2000 大排行榜第 395 位、《福布斯》亚洲神奇 50 强，以销售额为标准，位列第 13 位，并在美国《机构投资者》杂志 2007 年度“亚洲最佳股东友好公司”评选中当选“亚洲油气行业最佳股东友好公司”，荣获《欧洲货币》中国地区亚洲最佳石油天然气公司及亚洲地区最佳石油天然气公司第三名。中海油服连续三年入选标准普尔“全球最具投资潜力的 30 只股票”，被香港恒指公司评为恒生 A + H指数系列股之一。海油工程入选第三届“中国漂亮 50—中国未来十年成长性蓝筹上市公司”。

同时，中海油努力追求政治责任、经济责任与社会责任的同步履行与落实。公司积极倡导“以人为本”的企业文化理念，充分关注员工及社会公众的安全、健康及福利。通过建立与国际接轨的高水准健康安全环保体系，及强化落实执行，中国海油始终保持了良好的健康安全环保纪录，塑造出安全、绿色的能源企业形象。同时，公司积极投入社会公益事业，仅 2007 年用于援藏、扶贫、助学、国内外自然灾害救助等公益项目上的资金总计 8,075 万余元，彰显了良好的企业公民形象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国海油将继续坚持以科学发展观为指导，坚定不移地实施协调发展、人才兴企、科技领先和低成本战略，坚持特色发展道路，以全面创新推动公司的高速高效发展，向着“国际一流能源公司”的目标扎实迈进。

表 36－1　合并利润表(已经审计)

单位:人民币百万元

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
收入	55,222	69,456	88,947	90,724	125,977
费用	(32,882)	(33,284)	(45,893)	(49,525)	(72,112)
利息收入(支出),净额	(235)	(741)	(1,050)	(1,359)	676
汇兑收益(支出),净额	29	287	308	1,856	2,551
联营公司之利润	344	307	322	719	374
投资收益	72	248	613	902	476
营业外收入(支出),净额	519	28	876	(7)	(62)
税前利润	23,070	36,301	44,123	43,311	57,880
所得税	(6,931)	(10,978)	(13,196)	(12,052)	(13,505)
本期利润	16,139	25,323	30,927	31,258	44,375

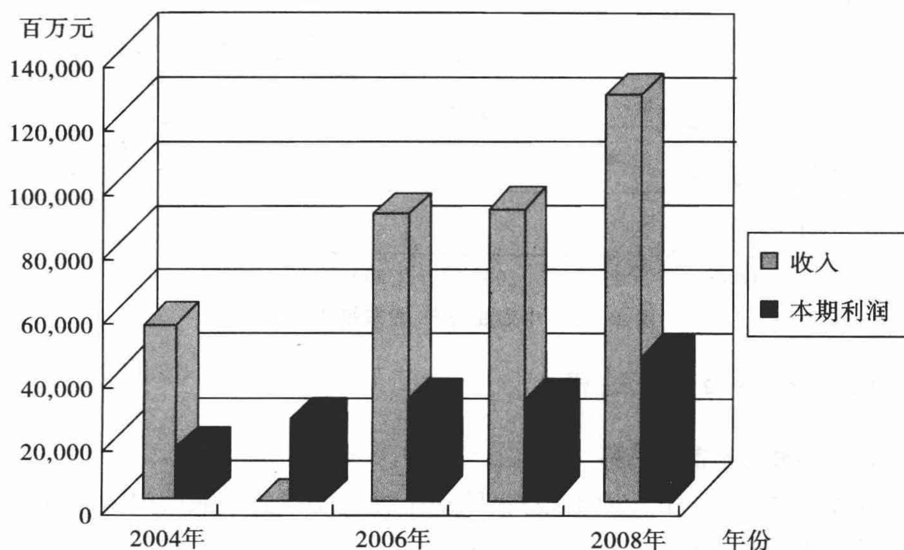


图 36－1　中海油收入、利润情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 36－2 合并资产负债表(已经审计)

单位:人民币百万元

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
流动资产	35,293	44,421	47,892	54,645	63770
物业、厂房及设备,净值	57,182	66,625	103,406	118,880	138358
联营公司投资	1,327	1,402	1,544	2,031	1785
无形资产	—	1,300	1,409	1,331	1206
可供出售金融资产	—	1,017	1,017	1,819	1550
持有待售的非流动资产	—	—	—	1,087	—
资产总计	93,802	114,765	155,268	179,793	206669
流动负债	(10,402)	(13,616)	(14,481)	(21,402)	(18799)
非流动负债	(26,957)	(27,546)	(32,973)	(24,077)	(27632)
负债总计	(37,359)	(41,162)	(47,454)	(45,479)	(46431)
所有者权益	56,443	73,603	107,814	134315	160238

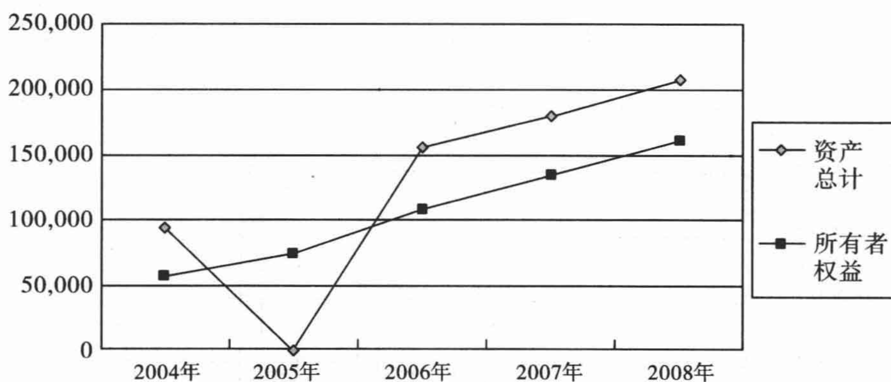


图 36－2 中海油资产、股东权益情况

(二)中海油融资过程

1. 中海油上市前的私募

2000 年 5 月 13 日《经济时报》报导,中国海油总公司所属的中国海油股份有限公司近日成功地完成首期私募,共获投资 2.1 亿美元。

中国海油有限公司董事长兼首席执行官卫留成介绍,私募资金来自于美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际集团、新加坡政府投资公司、美国国际保险（香港）公司和美国国际保险（百慕大）公司等4家颇有影响力的国际投资公司。首期募集的资金主要用于弥补中国海油近期勘探开发的资金缺口，加速转换企业机制及为中国海油公开发行股票创造条件。

2. 中海油上市以来最大一次融资募资20亿美元

中国海洋石油有限公司2006年4月28日发布消息称，公司配售现有股份及认购新股份获得成功，共募集资金153.75亿港币（约合20亿美元），为中海油上市以来最大一次融资。

据介绍，这次配售最终定价6.15港币，达到定价区间的高点，配售的25亿股中的90.9%是新股。瑞银、高盛（亚洲）及摩根证券担任此次配股的承销商，集资所得将用作公司在尼日利亚海上石油开采的资金及一般营运资金。

中海油此次配售吸引了大量国际投资者。消息发布几个小时内就认购124.15亿股。其中，机构投资者66.34亿股，公众认购57.81亿股，超额认购倍数约5倍。

优良的公司治理结构、及时透明的信息披露，以及良好的市场信誉和企业形象，使得中海油在资本市场上一直受到投资者的青睐和信任。此次配股再次显示了投资者对中海油良好成长性和发展前景的认可。

从2001年首次公开募股，到此后的三次发行债券，再到此次配股，中海油已从国际资本市场募集资金近60亿美元。此次配股后，母公司中国海油的持股比例将由70.6%降至66.4%。

据中海油公司有关人士介绍，杨华曾协助主持中海油于2001年在纽约和香港的上市工作，也是上市前私募工作的主要参与者，从战略投资者私募了4.6亿美元。他作为并购领导小组的主要成员，曾参与中海油的重要收购兼并决策和操作，在2001～2003年期间，他与其他公司领导人一起，带领公司完成了一系列的并购交易，成功收购了印尼和澳大利亚超过10亿美元的油气资产。杨华是高级工程师，拥有中国华东石油学院学士学位，并毕业于美国麻省理工学院斯隆学院，为斯隆学者。

本书点评

其实这就是垄断利润，也谈不上所谓商业技巧。中海油的财务报表确实很优良，得益于它是新企业，没有大量的老国企和历史包袱，用轻装上阵来定性，一点儿也不过分，靓女先嫁嘛。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方观点

(一)《财经》(2004 年 5 月 7 日):中海油 66 亿存款风波

发难:4 月 28 日上午 11 时,在坊间颇有影响的独立网络财经评论员 David Webb 出现在地处香港法院道的香格里拉酒店。这里,按计划正要举行中国海洋石油有限公司(0883,HK,下简称中海油)股东特别大会,就中海油与其关联公司中海油财务公司(下称中海油财)之间一项引发争议的框架协议投票表决。

在香港有"股市长毛"之称的 Webb 同时是联交所(0388)的董事,也是各上市公司股东大会的常客。Webb 的出现,往往令上市公司惹上"侵害小股东利益"的嫌疑。在 28 日的会上,身份是小股东的 Webb 对决议案投下反对票。他谴责这家蓝筹股将资金存放在母公司下属财务公司,违反了"公司治理的金科玉律",更严重的是,在过去的两年里未经股东同意便如此操作,存放于中海油财务的款项最高曾达 66 亿元人民币,违反香港主板上市规则。

不过,同样参会的瑞士信贷第一波士顿的分析员苏琪却持有不同观点。在他看来,Webb 的反应未免过激,因为存钱于集团内部的财务公司,"对于国有企业是很平常的一个事情",而对此间发生的关联交易,中海油已依据上市规则做足了功课。28 日股东特别大会的情形似乎呼应了苏的说法,这项广受媒体关注的框架协议最终获得了独立股东批准。根据中海油在第二天发布公告披露的数字,独立股东参与决议的积极性并不高。赋予股东出席股东特别大会并投票的股份总数是 410.7 亿股,而于当天实践这一权利的股份只有 26.3 亿股,仅为 6%。而当天参与投票的股份中赞成者占到 92.2%。

尽管如此,中海油的财务风波却并未就此了结。事实上,联交所已经介入调查,而在市场上,除了 Webb 等财经评论员的继续质疑外,机构投资者则以行动表达意见,包括美林在内的机构投资者大举估出了中海油股票,而此前的 4 月 21 日,中海油的股价曾下跌 4.8%,报收 3 港元。

违规:对中海油的质疑,早在 4 月 8 日中海油就框架协议发出须予披露及持续关联交易的公告后,就已经提出。

该公告表示,中海油根据框架协议"将不时使用中海石油财务提供的财务服务",包括"在中海石油财务存放本集团的现金存款及为本集团与其他实体(包括中国海油及其子公司)之间的交易提供交收服务"。令人质疑的是,公告同时披露,中海油在 2002 年 6 月至 2004 年 3 月间,"不时的最高存款结余(包括该等存款的利息收入)为人民币 66 亿元。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正是这一公告引来了诸多争议。Webb 认为，这意味着早在达成这项公开的框架协议之前，中海油就已与中海油财务存在关联交易，并没有提请独立股东批准。他于是在 4 月 9 日向联交所“报告”了这一“违规行为”。对此，以雄辩见称的 Webb 甚至提醒投资者不要忘记 1998 年的“广信事件”。

中海油财成立于 2002 年 6 月，注册资本 14.15 亿元人民币，原为中海油的母公司中国海油总公司全资拥有。2003 年 9 月，中海油斥资 4.9 亿元收购其 31.8% 的权益，而海油总公司以及旗下中海油气公司及海油工程(资讯行情论坛)公司分别持有 62.9%，3.35% 和 1.77% 的权益。与多数在港上市的大型国有企业一样，中海油董事长兼行政总裁傅成玉也同时是中海油财的主席。按照香港的上市规则，中海油财是中海油的关联人，双方交易属关联交易。尽管中海油就 4 月 8 日双方达成的框架协议，按照有关规定发表公告予以披露，并提请独立股东批准，但市场真正关心的是，其在此之前的巨额存款行为并没有公告，更没有通过独立股东批准。

4 月 20 日，面对市场和媒体的有关违规的报道，中海油方面专门发表了一份新闻稿向外界作出解释。这份新闻稿延续公告中的说明称，将公司的营运资金存放于中海油财，可以在中国海洋石油集团内各成员公司之间实现快速而费用低廉的支付结算，是降低公司资金成本及财务费用的重要途径之一，符合中海油的最大利益。管理层也表示中海油并没有违反上市规则，但过去的问题似乎被回避了。

至少在中海油 2002 年和 2003 年的年报里，这家公司向市场承认并透露了其与中海油财之间的“关联交易”，尽管简短的信息只是出现在附录当中。在 2003 年的年报第 87 页“财务报表附注”第 29 项“关联方交易(续)”中，中海油披露“本公司于 2003 年 12 月 31 日在中海石油财务有限责任公司的存款额约为 3,898,000 元”；而在 2002 年年报第 78 页“财务报表附注”第 30 项“关联方交易(续)”中，中海油则披露“于 2002 年 12 月 31 日，本集团在中海油财务有限责任公司的现金及现金等价物及定期存款余额为人民币 27.4 亿元(2001 年)”。

依照香港上市规则，只有获得豁免的关联交易才可不公告或无须经过独立股东的批准。上述存款与中海油在 4 月 8 日的框架协议中描述的并无二致，市场认为同属“须予披露和持续关联交易”。根据目前新修订的香港上市规则，只有交易金额与总资产等指标的比率低于 2.5%，或高于 2.5% 但低于 25%，而涉及金额 1,000 万港元，方可豁免寻求独立股东的批准。但由于引入持续关联交易条款的新上市条例今年 3 月 31 日才正式实施，对过去的行为并无约束力，这可能构成中海油并未违规的理由。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过,海油总公司旗下另一家香港上市公司中国油田服务股份有限公司(2883,HK,下简称中海油服),在2002年11月11日发布的招股书中却明确表述,其与海油总公司及其关联人,包括中海油及中海石油财务有限责任公司进行的交易属于关联交易,其中与中海油财务进行的关联交易包括资金存款,并认可这些交易一般须作出全面披露和事先获得独立股东的批准。既然中海油服如此中规中矩,在Webb看来,中海油没有理由不明了其中利害,因为中海油服的董事长同样是傅成玉。

迷局:目前,中海油和其母公司均获得标准普尔BBB+和穆迪A2的评级,等同于中国国家主权级。中海油也是唯一一家母公司拥有国际评级的国企上市公司。在公司治理方面也获得较广泛认可。苏琪认为,中海油的行为并无需多疑,因为存钱于同一集团内的财务公司是国企的惯例——只是,这一惯例一直在海外市场被质疑。

在内部设立财务公司,是国家大型企业集团改革的配套政策之一。由于大集团所属成员企业众多,各企业的生产周期不尽一致,在资金的使用时间上存在着差别,往往有一部分资金暂时闲置起来,不能充分利用。因而国家允许大型国企集团在内部成立财务公司,将闲置资金集中起来,并向银行取得较优惠的利率,利息所得再分配给各个企业。

“但就我了解,中海油这次不是这样。他们是将资金存放于财务公司,再由财务公司投资国债等。”一位曾审计过多家大型国企海外上市业务的会计师称,“问题是为什么要通过财务公司来操作?中海油本可以直接做投资的。”由于母公司控股财务公司,可能通过各种手段挪用财务公司的资金,加上中海油缺乏事前披露以及独立股东同意,持怀疑观点者倾向于认为,这一行为近似向母公司提供没有担保的贷款,而原因则可能是海油总公司内部资金紧张。

海油总公司近年不断将旗下业务分拆上市,目前已拥有三家上市公司,包括在香港和纽约分别上市的中海油,在香港上市的中海油服,以及在上交所上市的海油工程。这位会计师认为,这一现象反映海油总公司内部资金需求可能比较大,而将上市公司营运资金存放在财务公司的安排,可能就是由于资金压力而引起。也因此,尽管有关框架协议获得独立股东通过,反对意见却仍不以为然:“即使不通过,他们也会用其他方式再包装达到目的。”

在Webb看来,框架协议通过后,投资中海油股票的风险加大,因为最高额度66亿元的资金将通过中海油财“借给”海油总公司。Webb称,如果在将来中海油的项目需要这些资金的时候,没人能保证他能拿得回来。因为控股的母公司可能借口在非上市的成员公司中有更好的项目而扣住这些钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"很多国有上市公司还保持着'共产主义'精神",Webb对《财经》说,"他们觉得可以跟集团内的非上市成员分享任何东西,把资金都混在一起,但这是不对的！上市公司的资产只属于上市公司,而不是他的母公司或姐妹公司。"

事实上,对于H股企业普遍存在的存款于财务公司的问题,香港联交所也曾作出规定,即财务公司的资产除了银行存款之外,不能超过财务公司的股本金,而其存款只能存放在四大国有银行或同级银行。在内地,根据2000年6月30日发布的《企业集团财务(公司)管理办法》,企业集团的财务公司应建立定期审计制度,每年初由财务公司的董事会或监事会委托符合规定条件的会计师事务所对公司上一年度的经营活动进行审计,审计报告经董事长或监事会主席签名确认后报中国人民银行。而《办法》的第二十一条,也对财务公司业务经营遵循的资产负债比例作出规定,以控制风险。由于中海油在交易完成之后才作披露,且语焉不详,令部分市场人士担心中海油财在此前是否依照规矩办事。

对此,苏琪认为,现在企业集团内部的财务公司属于银行系统,受银监会监督管理,财务公司投资风险或挪用上市公司资金的风险将大大降低。就在4月20日,中国银监会刚刚公布了《企业集团财务公司管理办法》征求意见稿,准备对2000年颁布的《办法》进行修订,其中提出拆入资金余额不得高于注册资本金,证券短期投资与注册资本的比例不得高于40%等新规定。

在联交所调查结果未出来之前,中海油及其支持者更愿意以结果的安全性证明自己的清白。眼下,并没有证据显示中海油的存款出现任何问题,其2002年的年报也说明,存款为公司带来351.6万元的利息收入。中海油管理层也已表示,配合联交所的调查,并且将对存款安排作更细致的说明。

对于上市国有企业的关联交易问题,海外市场早已熟稔,因而其所含风险也多反映于股票价格之中。然而作为最被认可的上市公司之一,中海油此次遇到的挑战表明,市场正对其提出更高的要求。连同前不久发生的中国人寿在美遭起诉事件,中国大型国企的海外上市受到越来越细致的关注和考量,如何彻底重组以完成与国际市场游戏规则的对接,当是后来者需要慎重对待的。

(二)《第一财经日报》(2005年6月24日):中海油竞购优尼科报道　中海油回马枪胜算几何

中海油尽管提高报价,但最终能否成功竞购优尼科还存在一些不确定因素。

中石化内部一位人士昨日坦言,即使中海油的收购条件明显优于雪佛龙,



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国政府以及优尼科公司可能仍然会将雪佛龙作为优先考虑对象。

一个明显的例子就是在2003年3月，中海油和中石油计划各自斥资6.15亿美元，向英国天然气收购哈萨克斯坦里海北部油气田的各8.33%的权益，但其后因为油田的其他国际股东行使优先购买权，令交易告吹。

另外，由于雪佛龙和优尼科从某种意义上说已经“有约在先”，而且部分相关程序已经启动，因此如果“毁约”，按照协议，新收购方要承担5亿美元的相关费用。

而美方的审查或将成为中海油收购最大的不确定因素。对于这样一宗涉及能源的中国有史以来最大的海外收购案件，美国政府恐怕未必会轻易“绿灯放行”。

在中海油要约收购优尼科的消息传出后，美国能源部长博德曼随即表示，中海油竞购优尼科的意图应当受到美国的海外投资委员会的审查。

而在此之前的17日，美国会众议员庞博和亨特即致信白宫，要求布什总统对此进行审查。据悉，审查将由美国海外投资委员会进行。

庞博在众院资源委员会的发言人肯尼迪昨天告诉本报记者，致信白宫的主要原因是出于经济和安全两方面担忧。因为中海油是中国政府所有的企业，政府拥有庞大股份，这对于在市场机制下运作的公司不利。从庞博议员的角度来说，更多的是考虑经济和就业方面对美国的影响。而亨特议员作为军事委员会主席，对于安全问题有比较多的考虑。

肯尼迪认为，议员并非反对自由贸易，只是对中海油购买美国境内的资产感到担忧。即使中海油表示将不会由政府加以资助，仍然很难加以区分。如果中海油发出这方面的信号，表示会通过市场运作来处理收购，可能会对议员的态度有正面影响，但这没有必然的联系。

对于白宫可能作出的反应，现在要加以预测还为时尚早。肯尼迪说，两位议员并没有具体的目标去迫使白宫采取挑衅举动。

（三）《世界财经报道》（2005年7月21日）：优尼科为何冷待中海油

在美国第二大石油公司雪佛龙把竞购优尼科的出价提高到171亿美元之后，优尼科董事会已经决定维持对雪佛龙收购要约的支持。

但提价之后的雪佛龙出价，仍然比中国石油公司中海油此前提出的185亿美元的出价要低，而且雪佛龙的出价结构是40%为现金，60%为股票，而中海油

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的出价100%都是现金。

为什么中海油全现金收购，而且出价又比雪佛龙高，还是无法博得优尼科董事会的青睐？

有些分析家认为，最重要的一个因素，就是雪佛龙没有中海油所面临的政治阻力。这个阻力就是美国政府可能以国家安全为由阻止中海油收购优尼科。

但美国普林斯顿大学经济系讲座教授邹至庄指出，在美国，其实不仅仅是政界，就是石油工业界也有人认为，中海油收购一家美国石油公司，对美国的能源安全和行业优势构成了威胁。

邹至庄在接受我的采访时说，美国政界和商界都有人认为，中海油竞购优尼科，是想取得中国所没有的石油勘探开采技术，政客自然担心这一收购的政治影响，但在美国势力很大的石油工业界，也担心中国企业进入美国，会一步一步地把美国石油业的商业优势夺走。

而且，政界、商界的反对和媒体的渲染，也影响了美国民众。据美国《华尔街日报》最近公布的一项民意调查显示，在1000多名接受访问的普通美国人中，反对中海油收购优尼科交易的比例高达73%。

在优尼科董事会做出上述决定之后，中海油只有两种选择：放弃收购，或进一步提高出价。

据最新的报道，中海油得知优尼科董事会的决定后表示，它对该决定感到遗憾，但仍然坚持原来每股67美元的出价。然而，本报记者报道说，中海油的董事们已经给予公司管理层一定的谈判回旋余地，即必要时可将出价提高至每股69美元。

不过，考虑到中海油竞购在美国引起的反对，中海油如今的提价必须比雪佛龙高出一大截，才能补偿优尼科及其股东所面对的政治风险。

看来，政治风险也是可以明码标价的。显然，优尼科的董事们认为，中海油现在的标价虽然比雪佛龙高，但明显低于政治风险的代价。

然而，在美国纽约圣约翰大学经济财务教授陈泰明看来，中海油的竞购出价与其带来的政治风险是一种"水涨船高"的关系，出价越高，政治风险也就越大。

陈泰明如此向我解释这种古怪的关系：美国一些政客反对中海油竞购的理由之一就是：中海油不是真正的私有企业，而是国家控制的企业，如果中海油今后能够再次轻易地提高竞购出价，就会进一步坐实这些美国政客对中海油资金来源的怀疑。

看来，这倒有点儿像猫追自己的尾巴：中海油收购优尼科的欲望越高，美国政客们的疑心就越重，阻止收购的决心也就越大。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评

在中海油的收购方案中都是真金白银的现金啊,从收购商业角度上太优厚了,没成功的主要原因不是美国担心中国,而是如果中海油收购成功,美国那么强大的海外驻军居然是保卫中国的能源资产,中国远远没有能力去威胁美国的能源安全。叫美国人花钱去为中国人流血?可能吗?

(四)《英国金融时报》(2005年8月5日):中海油黯然返航

英国《金融时报》记者魏城报道:中海油竞购失败,其意义显然超越了一宗简单的并购交易,所揭示的东西涵盖经济、政治、战略、国际关系等方方面面。

但具体到中海油本身的业务扩展战略和竞购策略上,中海油是否认真审视过这次隆重出航、却黯然返航的赴美"探宝"之行?

至少从中海油撤回收购报价的最初声明中看不出。声明把竞购失败完全归咎于美国政坛的政治压力,指责来自华盛顿的政治阻力是不公正的,并称他们对此感到遗憾。

其实,"感到遗憾"的人并不局限于中国本土,本报就曾多次发表社评,质疑美国政客对经济自由和市场开放的承诺。但问题在于,中海油在竞购之前理应知道美国的反应,他们理应知道,中海油的"探宝船"这次驶入的是一块充满敌意的水域,那么,他们是否为此做好了充分的准备、制定了进退有据的策略?

从某些中国网民的评论来看,答案似乎是否定的。在中国门户网站新浪网上,一位网友这样评论:"中海油过去算计的是很精细的,很佩服。可是,这次有失水准。如此好大喜功,一副不达目的不罢休的态势,完全不是中海油以往脚踏实地做事的风格。"

的确,中海油管理层几次提高竞购出价,在这次撤回收购要约之前,有报道说,中海油甚至考虑把出价升至200亿美元,如此咄咄逼人、志在必得的竞购方式,不仅引起了美国政界、商界某些人士"防卫过当"般的阻挠,而且也招致了中海油内部独立董事和股东的反对,就连这次退出竞逐的声明也不得不承认,"在目前情况下,继续进行竞购已不能代表股东的最佳利益。"

业内分析人士则对中海油的海外收购战略提出了质疑。

一些海外分析师认为,中海油应该主要依靠对中国近海石油储藏的勘探和开采,而非主要依赖海外并购,来实现业务扩张,并为中国确保更多的石油供应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一些分析师认为，中海油更佳的业务扩展战略，应该是延续其过去那种购买未开发的天然气储藏的发展模式，就像它过去收购澳大利亚高顿天然气项目那样。

不过，CLSA 的中国战略分析师安迪·罗夫曼在接受本报采访时说，中海油对优尼科的竞购，也许更多的是想创立一个具有全球竞争能力的中国能源公司，而并非为中国确保具体的能源资源。

但如果中海油的目的确实是前者，那它显然选错了时机，也选错了目标：它在油价高企、中美关系紧张之时选择了一个美国能源公司，而且更致命的是，如那位新浪网友所说，这次它的"算计"却不像过去那么"精细"：它低估了美国政界和商界的阻力。

中海油董事长兼首席执行官傅成玉在接受本报记者采访时曾经说，这次竞购或者会让他成为"英雄"，或者会让他成为"烈士"。

从如今的结局来看，傅成玉"英雄"固然未成，但造就"烈士"的代价也太大：中海油竞购失败，也许会对中美经贸关系造成不良的示范效应。中海油的"探宝船"黯然折航，其他有心跨洋探宝的中国"商船"也许会因此心有余悸，踌躇不前。

（五）《21 世纪经济报道》(2009 年 2 月 24 日)：中海油低调"上岸"

2009 年初，中海炼化副总经理刁国涛关于该公司整合炼化板块"可能很快就会有些动作"言犹在耳，2 月 23 日，一位中海油总部人士透露，中海油炼化与销售事业部（简称"炼化事业部"）已在北京低调成立。

"它将统管公司旗下炼油销售业务板块的拓展与规划，我们内部都已经出了通告了。"这位人士称。

一位中石化销售公司高层就此评价称，这意味着，此前专注于海上原油开采的中海油，向成品油市场进攻的号角正式吹响了。

"中海油一直期望能进入国内不断扩大的成品油市场，并成为主角之一。然而由于炼化能力不足，美梦始终难圆。今年 3 月，中海油惠州炼油项目正式投产，中海油终于有了叫板的资本，现在整合炼化资源是当然的事情。预计它们今年会有许多动作。"这位中石化人士说。

在这位人士看来，中石油、中石化凭借先发优势，已在全国各省铺设了为数众多的零售网点，留给中海油的空间不大，但在批发市场上，中海油的入局将对国内成品油市场产生重要影响。

中海油炼化事业部 2 月 10 日的成立仪式"极其低调"，除中海油总经理傅



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成玉以外，仅有中海油销售分公司、油气利用公司在京机关部门经理以上人员出席，而中海炼化、炼油项目及中海壳牌有关人员则只以视频会议的方式参加。

仪式上既没有媒体的采访，更没有中石油、中石化官员的列席观礼，紧张的气氛令人感觉这更像是一场战前动员会。

到场的傅成玉等中海油高层，除宣布炼化事业部的职能与资产构成外，更重要的是动员与会者振奋精神，积极拓展成品油市场，“这对中海油的整体发展有着重要的意义”。

据了解，此前中海油受资产构成所限，所产原油主要外销供给中石化，业务单一，业绩受油价波动影响大；而随着炼化事业部的成立，中海油的业务结构将覆盖石油产业链的产油、炼化和销售等各个环节，油价波动对业绩的影响将得以分散，公司业绩平稳增长将更有保证。

而炼化事业部即为中海油向下游拓展的核心平台。“以后，炼化业务的生产、销售以及人力资源等方面，都要经过炼化事业部。”一位中海炼化人士表示。

炼化事业部旗下将拥有中海炼化、油气开发公司、销售分公司的所有资产，中海油与第三方在炼油、石化、销售领域内的合资、合营、控股企业，也都被纳入炼化事业部。它将集中管理包括炼油、沥青、化工以及成品油销售在内的中下游业务，“但并不包括化肥板块，它仍留在已上市的中海化学。”这位中海炼化人士说。

炼化事业部的主要职能包括：制定炼化与销售业务的发展战略及中长期规划，负责炼化与销售业务的产业布局和网络建设，以及制定成品油及化工产品的产、供、销政策与市场策略等。

中海油尚未公布炼化事业部的人事安排。谁来担纲中海油向成品油市场冲锋的旗手呢？

“曾经下发过一份人事任命，后来又收回了。”上述中海油总部人员透露，“那份任命上，总经理由孟黎明担任，而党委书记则是周德春。”

公开资料显示，孟黎明、周德春都是中海油的老人。孟黎明历任中海油能源发展股份有限公司总经理、中海油油气利用公司总经理、中海油基地集团总经理等职；周德春现任中国海洋石油总公司销售分公司总经理，中海石油化工进出口有限公司董事长、总经理，中国化工供销（集团）总公司总经理。

人事任命的斟酌，显示出中海油决策层对炼化事业部的重视与期望。“在中石油、中石化已控制国内成品油市场的情况下，如何迅速打开终端市场局面将是炼化事业部管理层面临的最大难题，因此，在人选上慎之又慎可以理解。”上述中石化销售公司高层说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为上下游一体化的国际石油公司，始终是中海油的战略目标。

但在1998年中国成品油供销体制形成后，中石油、中石化两强割据的格局已经形成。两大集团完全掌握了——社会炼油厂和社会加油站的原油、成品油供应，并进而控制了全国市场的成品油市场：中石油在长城以北的省份拥有绝对优势，中石化则掌控长城以南各省。

据了解，为了避开两大集团的锋芒，中海油已经拟定了"两洲一湾"的成品油市场发展规划。即，以河北中捷石化为支点，拓展环渤海湾各省成品油市场；以宁波大榭、和邦化学为支点，拓展长江三角洲市场；以惠州炼油项目为支点，在珠江三角洲拓展。

由于河北中捷石化、宁波大榭、和邦化学炼油能力较小，扩建产能尚需时日，因此，中海油将进军成品油市场的突破口放在珠三角。

即将投产的惠州炼油一期项目拥有1,200万吨/年一次加工能力，是国内最大的炼油厂之一；2008年，中海油还启动了惠州炼油二期项目。建成后，中海油惠州炼油项目将拥有2,000万吨以上的加工能力，成为华南地区第二大成品油供应商。排名第一的中石化，在该地区的总炼油能力也在2,000万~3,000万吨之间。

"珠三角是我们国家经济最活跃的地区之一，但大型炼油厂现在只有茂名、广州两座，中石油、中石化每年都要北油南运或者是海外进口油。所以，我们在这里建炼油厂有一个比较大的市场，而且由于运输距离短，所以我们的成本比较便宜。"刁国涛年初表示。

"我们批发、零售两块经营牌照俱全，为什么要限制自己的发展呢？"前述中海油总部官员称。在零售终端——加油站的布局，中海油已有明确计划。

"惠州炼油厂投产后，根据中海油在广东市场的成品油供应量，我们计划在广东省内建设300个加油站，每个加油站年销售3,600吨。目前，我们仅在惠州已拥有30余座加油站。"上述中海炼化人士表示。

在中石化、中石油已经占据绝对优势的珠三角，中海油的介入势必引发激烈竞争。

据广东油气商会油品部部长姚达明介绍，在广东的成品油批发市场上，中石油、中石化已经占据95%的市场，而约6,000家加油站中，"我们去年中的调查显示，中石油、中石化和中油BP，大概控制了45%，其余才是中海油和社会的。"其还指出，受金融海啸的影响，2009年，广东对成品油的需求将有所回落。

"蛋糕变小了，多一个进来争吃，竞争肯定会更加激烈。"姚达明对本报记者说。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十七章 双汇

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

双汇集团是以肉类加工为主的大型食品集团,总部位于河南省漯河市。目前,总资产60多亿元,员工40,000人,年屠宰生猪1,500万头,年产肉制品100多万吨,是中国最大的肉类加工基地,在2006年中国企业500强排序中列154位。

双汇集团始终坚持围绕“农”字做文章,围绕肉类加工上项目,依靠“优质、高效、拼搏、创新、敬业、诚信”的企业精神,不断进行管理创新、技术创新、市场创新,企业实现了持续、快速、健康的发展:20世纪80年代中期,企业年销售收入不足1,000万元,1990年突破1亿元,2000年突破60亿元,2003年突破100亿元,2005年突破200亿元,2007年突破300亿元,2008年突破350亿元。

双汇集团是跨区域、跨国经营的大型食品集团,在全国12个省市建有现代化的肉类加工基地和配套产业,在31个省市建有200多个销售分公司和现代化的物流配送中心,每天有6,000多吨产品通过完善的供应链配送到全国各地。双汇集团在日本、新加坡、韩国、菲律宾等国建立办事机构,开拓海外市场,每年进出口贸易额2亿美元。

双汇集团坚持用大工业的思路发展现代肉类工业,先后投资40多亿元,从发达国家引进先进的技术设备3,000多台套,高起点、上规模、高速度、高效益建设工业基地,形成了以屠宰和肉制品加工业为主,养殖业、饲料业、屠宰业、肉制品加工业、化工包装、彩色印刷、物流配送、商业外贸等主业突出、行业配套的产业群。

双汇集团坚持自主创新,打造创新型企业,双汇拥有国家级的技术中心、国家认可实验室和博士后工作站,建立有高素质的产品研发队伍。围绕消费转型和产业升级,进行中式产品的改造、西式产品的引进、屠宰行业的精深加工,做出了200多种冷鲜肉、400多种调理制品、600多种肉制品的产品群,满足消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求。双汇肉制品是"中国名牌",双汇集团是国家质检总局授予的"国家质量管理卓越企业"。

双汇集团坚持用现代物流业改造传统的屠宰业,率先把冷鲜肉的"冷链生产、冷链配送、冷链销售、连锁经营"模式引入国内,大力推广冷鲜肉的品牌化经营,实现热鲜肉、冷冻肉向冷鲜肉转变,传统销售向连锁经营转变,改变传统的"沿街串巷、设摊卖肉"旧模式,结束了中国卖肉没有品牌的历史,引导了行业的发展方向,双汇开创了中国肉类品牌。

双汇集团实施集团化管控模式,按照产业布局和发展需要,建立鲜冻品事业部、肉制品事业部、化工包装事业部、养殖事业部等,推行目标管理、预算管理、标准化管理、供应链管理、质量管理和企业的信息化。企业先后通过 ISO9000、ISO14001、HACCP 等体系认证,实施标准化管理、产业化经营、信息化控制。

双汇集团是国家农业产业化重点龙头企业,每年消化 3,000 万头生猪、50 万头活牛、20 多万吨鸡肉、5 万吨鸡蛋、5 万吨植物蛋白,通过养殖业年转化粮食 800 多万吨,带动周边养殖业、饲料业、屠宰加工业实现产值 400 多亿元,间接为 150 多万农民提供了就业。

"十一五",双汇集团发展目标是进一步做大、做强、做久双汇,使双汇成为中国最大、世界领先的肉类供应商,到"十一五"末,屠宰生猪达到 2,500 万头,肉制品 150 万吨,肉类产量进入世界行业前三强,销售收入达到 500 亿元,为"十二五"销售收入超 1,000 亿元打下基础。

公司现在业绩发展情况如下:

表 37-1　财务数据

(单位:百万人民币)

利润表	2008 年第 3 季度	2008 年度	2007 年度
主营业务收入	19,635.11	26,009.99	21,844.58
营业利润	721.28	1,035.85	884.21
利润总额	723.08	1,041.10	890.67
净利润	484.98	698.89	561.88
资产负债表			
流动资产合计	2,213.92	2,414.46	2,087.01
资产合计	4,201.70	4,456.18	4,024.12



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

利润表	2008 年第 3 季度	2008 年度	2007 年度
流动负债合计	1,400.18	1,413.23	1,276.33
负债合计	1,434.04	1,428.73	1,289.89
股东权益合计	2,767.65	3,027.45	2,734.22
负债和股东权益合计	4,201.70	4,456.18	4,024.12
现金流量表			
经营活动产生的现金流净额	831.76	1,118.42	769.26
投资活动产生的现金流净额	-84.18	-197.30	-109.06
筹资活动产生的现金流净额	-554.58	-555.07	-497.74
现金及现金等价物增加额	193.00	366.05	162.46
期末现金及现金等价物余额	1,108.49	1,281.54	915.49
主要财务指标			
利润表	2008 年第 4 季度	2008 年度	2007 年度
净利润率	4.08%	3.14%	3.14%
营运利润率	4.93%	3.98%	3.98%
息税折旧前利润率	—	4.42%	—
平均资产回报率	24.07%	19.28%	19.28%
平均股权回报率	37.55%	30.59%	30.59%
员工	13,141	—	—

来源:Google 财经

(二)历史沿革

2006 年 3 月 2 日,双汇发展接到第一大股东双汇集团通知,漯河市国有资产监督管理委员会《关于河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司国有产权转让方案的请示》已经漯河市人民政府批复,并已与北京产权交易所有限公司就双汇集团国有产权转让事宜签署《委托协议书》。漯河市人民政府同意漯河市国资委通过产权交易市场,公开竞价转让双汇集团整体国有产权。此后,双汇发展开始正式启动股权分置改革,并声明股权分置改革将与双汇集团产权转让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合进行。

2006 年 3 月 3 日，双汇集团 100% 国有股转让项目以 10 亿元的底价在北交所挂牌。挂牌期间，包括淡马锡、高盛集团、鼎晖投资、CCMP 亚洲投资基金、花旗集团、中粮集团等 10 余个意向投资人先后与北交所联系，并对项目进行查询和洽谈。

2006 年 3 月 30 日，双汇集团国有产权转让的挂牌期结束。根据北交所的产权转让公告，漯河市国资委对股权受让方提出了 13 项具体要求，其中包括受让方资产规模必须在 500 亿元以上，须一次性支付全部产权转让价款；受让方必须"是国际知名的产业投资基金集团或产业投资企业"，"并具有全球性投资经验和网络"，不能是对冲基金和实业企业。规定还要求，意向受让方或其关联方不得在中华人民共和国境内直接或间接经营猪、牛、鸡、羊屠宰以及相关高低温肉制食品加工业，也不得是这类企业的控股股东或第一大股东，而且要求受让方需承担股改对价。

2006 年 4 月 18 日，双汇发展公告，从控股股东双汇集团获悉，漯河市国资委与北交所对双汇集团国有产权转让意向受让方的资料审核和资格确认工作结束。

2006 年 4 月 26 日，美国高盛集团、鼎晖中国成长基金 II 授权参与投标的罗特克斯，以 20.1 亿元的价格中标。

2006 年 5 月 6 日，罗特克斯与海宇公司签署《股权转让协议》，海宇公司拟将其持有的双汇发展 12,838.875 万股（占公司总股本的 25%）全部转让给罗特克斯。上述股份约 4.38 元/股，总价款约 5.6 亿元。同时要求受让方承担股改对价。按照 10 送 2 的股改对价，折合约每股 5.03 元。

2006 年 5 月 12 日，漯河市国资委与罗特克斯签署《股权转让合同》，漯河市国资委拟将其持有的双汇集团 100% 的国有产权整体转让给罗特克斯。

2006 年 6 月 9 日，双汇发展 2006 年第二次临时股东大会暨相关股东会议以 99.9832% 的赞成率表决通过了《河南双汇投资发展股份有限公司股权分置改革方案》。

2006 年 8 月 11 日，双汇集团国有产权变动涉及的其持有双汇发展国有股性质变更获得国务院国有资产监督管理委员会的批复，双汇集团产权变动完成后，其所持有的双汇发展 18,341.6250 万股股份属非国有股。

2006 年 9 月 21 日，漯河市国资委与罗特克斯签署《〈股权转让协议〉之修订协议》。

2006 年 12 月 6 日，双汇集团 100% 国有股权转让事宜获得国家商务部的批



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



复,同意漯河市国资委将其持有的双汇集团100%的股权以20.1亿元人民币的价格转让给罗特克斯,股权转让后双汇集团整体变更为外商独资企业。同时,商务部向双汇集团签发外商投资企业批准证书,并批复同意海宇公司将其持有的双汇发展25%的股权以562,186,083.87元人民币的价格转让给罗特克斯,股权转让后,公司变更为外商投资股份有限公司。

2007年1月5日,中国证监会对该项股权转让涉及的罗特克斯对双汇发展的收购报告书出具了无异议函。

2007年1月5日,双汇集团100%股权转让在漯河市工商行政管理局完成变更登记。至此,双汇集团成为由罗特克斯全资拥有的外商独资企业。

2007年2月8日,S双汇(双汇发展变更为S双汇)公告,接控股股东河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司和第二大股东漯河海宇投资有限公司通知,由于双汇集团国有股权转让将导致股权受让方罗特克斯直接和间接持有公司股权比例将超过30%,按照有关规定,此次股权转让已触发全面要约收购义务,罗特克斯将按照《上市公司收购管理办法》的要求履行全面要约收购义务。

2007年2月9日,罗特克斯收到中国证监会《关于香港罗特克斯有限公司收购河南双汇投资发展股份有限公司信息披露的意见》,《意见》对罗特克斯根据《上市公司收购管理办法》公告收购报告书全文无异议。罗特克斯将根据该《意见》公告《河南双汇投资发展股份有限公司收购报告书》全文。

2007年4月13日,S双汇公告,罗特克斯已根据中国证监会的意见对《要约收购报告书》的部分内容进行了修改并上报中国证监会,罗特克斯将在中国证监会审核无异议后予以公告并履行要约。

二、各方观点

(一)《经济观察报》(2006年4月30日):划算的买卖

双汇国有产权的交易价格最终为20.1亿元,高出底价10亿元。“我觉得还有些低估。”长期研究双汇的业绩的招商证券分析师朱卫华说,按照3月3日双汇停牌时的18.48元的股价计算,双汇发展1.8亿股的市值高达33亿多元。承担10送2对价后,市值也达到29亿,即便是股改方案最终变更为10送2.5,市值仍达到27亿。

双汇发展一直被中金国际、国泰君安,以及国都证券等在内的众多投资机构等推崇。该公司近三年主营业务复合增长率高达46%,净利润复合增长率达到22%。现阶段农村消费已成为猪肉行业整体增长的重要推进因素,双汇发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有望进入新一轮的快速增长周期。

漯河的财政被称做“猪肉财政”，全市税收一半来自于双汇。2005 年，其销售收入达到 201 亿元，是河南仅有的几家销售收入过 200 亿元的企业。

对这家龙头企业，市里给予了足够的重视。“借股改实现改制。”漯河市国资委主任杜广全这样解释双汇国有股转让一事。而漯河市国资委主任、副主任一行，从 4 月中开始就待在北京产权交易所。

今年 1 月 19 日，英国《金融时报》综合双汇的身价与美国国际集团、JP Morgan Partners 及新加坡淡马锡等国际财团的实力，给出了双汇出让交易额将在 8 亿美元左右的判断。

双汇集团总经济师杜俊甫则给出了不同的说法。他表示，一般人理解双汇集团，是双汇旗下 70 多家企业的联合体，或者叫作双汇系，包括集团参股、控股、合资和管理的企业，双汇系全部的资产是 60 多亿，去年销售收入加在一起是 201 亿元。

而这次出售国资的双汇集团公司，全称叫双汇实业集团有限公司。双汇实业集团公司的全部资产是 21 亿多元，净资产是 5.7 亿多元。如是计算，5.7 亿多元的净资产，报价 10 亿元，溢价了 75%。

“根据双汇集团提供的资料，双汇集团非上市资产大多亏损。但是亏损并不意味着没有价值。”朱卫华分析。“对高盛鼎辉而言，应该是比较合算的买卖。”

（二）《21 世纪经济报道》（2007 年 10 月 11 日）：高盛离奇放弃双汇，鼎晖接棒

10 月 9 日，双汇发展发布公告称，公司实际控制人罗特克斯有限公司（Rotary Vortex Limited）（以下简称“罗特克斯”）的两名股东高盛策略投资（亚洲）有限公司（以下简称“高盛投资”）和鼎晖 Shine 有限公司（以下简称“鼎晖”）于 2007 年 10 月 6 日签署股份转让协议，高盛投资将其在罗特克斯中持有的 5% 股份转让给鼎晖持有，转让后鼎晖将持有罗特克斯 54% 股份，高盛投资持有 46% 股份。

转让完毕后，意味着高盛投资在获得双汇集团控股权审批后短短几周后，令人奇怪地决定放弃。这样鼎晖将成为双汇集团以及双汇发展的最终实际控制人。

早在 2006 年 12 月，商务部已经发文同意漯河市国资委将其持有的双汇集



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



团100%股权以20.1亿元的价格转让给罗特克斯,同意漯河海宇将持有的双汇25%股权以5.62亿元的价格转让给罗特克斯。

罗特克斯由高盛的资本投资部门去年和鼎晖投资(CDH Investments)结盟组建而成,组建之初,高盛在其中占有51%的股份,而鼎晖为一家海外注册的中国私人股本公司。

“无论是高盛投资还是鼎晖作为双汇集团的最终控制人,对于双汇集团来说并不重要。”上海某创新类证券分析师告诉记者。

“罗特克斯入主双汇后,主要倾向于财务投资,对于公司的管理层面没有影响。”上述分析师认为。

“而作为一家在海外注册的中国私人股本公司的鼎晖,它对双汇集团的控股可能更有利于以中国方式来推进股权激励和整体上市等事项。”他补充道。

为何在通过一年漫长的等待后,控股权刚获得审批,高盛投资就放弃对双汇集团的控股权?

“对于投资商来说,这可能和它的投资战略有关系,也可能涉到其一些利益关系。”上述分析师告诉记者。

而对于之前有报道称,可能与政府相关部门限制外国人拥有知名中国资产的信号有关,该分析师认为,相关联的外商投资行为一直都比较敏感。“这只能说可能是一方面的原因,但具体的原因不得而知。”

(三)《中国工业报》(2008年10月15日):双汇迈向国际市场

双汇集团实施国有股权整体转让,主要源于以下几个缘由:方便变现集团管理层股权;稀释国有股权;完善公司治理,加强控制;建立与其发展规模相匹配的融资平台。具体来说,包括以下几个方面:

一是进一步拓宽融资渠道。国内资本市场为双汇发展提供了优良的融资平台,但随着双汇发展不断扩大产能并积极扩张海外市场,资金缺口将进一步加剧。而单纯依靠双汇所在的漯河地区乃至河南当地的资金难以满足双汇发展的需求。

高盛和鼎晖作为著名的投资银行及私募基金,其入资本身即有助于提升双汇发展的形象,这对于企业进一步筹集发展资金而言非常有利。此外,基于在企业并购领域的经验,将为企业海外扩张寻找适当的并购目标,提供合理的融资方案及整合方案,尽可能减少并购成本,发挥企业间的协同作用,减少不必要的资金损耗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是进一步引进国外先进技术。引入外资后，在生产技术领域，外资将从海外较为发达的肉制品生产基地带来先进的技术和工艺流程，提高生产环节的工业化、规模化程度，根据国际领先的标准提高双汇产品技术含量，建设符合北美、欧盟出口注册厂库标准的生产基地，完善质量控制体系。

三是积极拓宽国际市场。在引进先进技术提升双汇发展技术水平的同时，拓宽与全球优秀的肉制品加工企业开展广泛的战略合作以及技术交流，提高双汇肉制品的品质标准及安全卫生等级，拓宽双汇产品在国际市场的领域。

此外，通过引入外来投资者，进一步提升企业形象，进一步吸引人才，引入管理层和员工激励机制，保持现有管理团队的基本稳定，并调动员工积极性。伴随着双汇发展向海外市场扩张，吸引优秀的当地人才加入双汇发展的海外分支，为拓展当地市场提供更多的便利。

此次双汇集团国有股转让必须符合的四个条件分别是：外资投资者、必须是财务投资者、原管理层不变、税收留在当地。而高盛、鼎晖承诺的人员、财务独立、资产完整，也使得双汇钟情于高盛的收购。

（四）《理财周报》（2009 年 3 月 24 日）：鼎晖靠分红三年回收 30% 成本

双汇发展自 1998 年上市至今一直业绩不俗。尤其是近 5 年来，净利润同比增幅维持在 20 个百分点附近居高不下。主营业务利润增长率近 7 年来平均增幅在 20 个百分点附近。

但对应高盈利的却是总资产的连年低增长。在 2003 年之前，双汇发展总资产年增幅较大，2000 年到 2003 年 4 年间总资产翻了一倍多。但此后，每年的增幅都没超过 10%。

通过查阅双汇发展 2003 年～2008 年历年年报，不难发现，公司营业收入和净利润增长率分别是 262.28% 和 160.46%，但同期其总资产和股权权益仅分别为 43.50% 和 38.47%。

查阅双汇近四年来的分红情况，或许能发现症结所在。双汇发展自 2004 年起，已经连续四年分红超过利润的 60%，其中以 2006 年与 2007 年最甚，分红方案均为每 10 股派 8 元，其中 2006 年度现金分红 41,084.4 万元，2007 年度现金分红 48,479.59 万元，分别占当年合并报表净利润 88% 和 86%。2008 年比例有所回落，每 10 股派 6 元，但仍占净利润的 52%。

“食品饮料上市公司通常分红比例都比较高。”因为行业完全竞争的特性，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



导致扩大产能需要市场条件作保证，“手中的资金多，又没处花，当然选择分红保证股东利益。”天相投顾分析师施剑钢表示，越是像双汇这样的龙头公司，资金越是充裕，如此“慷慨”也无可厚非。

值得注意的是，几年之中，这一笔笔巨额分红的流向。据年报显示，双汇发展的大股东双汇集团被海外公司罗特克斯全资控股，而鼎晖中国成长基金及高盛分别持有罗特克斯 54% 和 46% 股权。如此一来，鼎晖中国成长基金成为双汇发展的实际控制人。

“这实际是在玩儿文字游戏。”一位不愿意透露姓名的分析师告诉记者，“这只基金的控制人到底是谁，至今都没人知道。双汇的年报似乎在帮助隐瞒实际控制人的身份。”

更蹊跷的是，2007 年 10 月，原本控制双汇集团的大股东高盛将 5% 的股份转给鼎晖中国成长基金，主动交出控制权。高盛曾在 2006 年以竞价的方式，从河南国资委手中拿到双汇集团 51% 股权。但是仅 1 年时间，高盛就甘愿交出控制权退居二股东，而后来居上的鼎晖中国成长基金至今身份神秘。

而对双汇发展进行长期跟踪研究的申银万国分析师赵金厚也表示，“弄不清这只基金到底是谁控制的。”

上述不愿意透露姓名的分析师更大胆提出假设，怀疑基金的实际控制人就是双汇集团，或者其内部高管。据该人士透露，2006 年外资注入时，双汇集团卖给鼎晖中国成长基金的股份中有一部分为高管所持股权。

抛开实际控制人真实身份，双汇的大量分红资金落到外商手中已是不争事实。根据股权计算，高盛和鼎晖基金这两家外资机构对双汇发展的间接持股比例达到 51.454%。在双汇发展 2008 年度派出的 3.6 亿元红利中，将有过半流入外资机构。再加上前两年所派红利，大约 7 亿元的分红被外资股东拿走。而罗特克斯当年以 20.1 亿元拿下双汇集团 100% 股权，以 5.6 亿购买双汇发展 21.187% 股权，三年便已回收 30% 成本。

本书点评1

整个漯河市的税收一半来自双汇的猪肉加工，双汇是河南为数不多的几个销售收入超 200 亿的企业，说明整个河南省工业相对而言并不发达，是一个农业大省。单纯地依赖提高粮食单产，或多养猪，是不能改善河南不发达的经济面貌的，唯一的出路是农业产业化，向产业链两端延伸，提高产品附加值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评2

众所周知,猪肉的价格在我国CPI指数中占有较高的比重,所以猪肉价格是不能涨太多的,以免造成CPI上涨,从而产生通胀预期,影响国家的货币政策。而多养猪的结果会造成市场供过于求的局面,反而导致养猪亏损。这就为双汇的快速成长提供了长期稳定、低廉的原料优势。国家可以调控猪肉的价格,但不可以调控肉加工品的价格,双汇可以开发新产品来赚取超额的商业利润。这也是中国农业产业化的优势所在。这也是外国投资银行为什么会投资这么一个名不见经传的地方企业的主要原因。资本的特性就是逐利,获得较高的分红收益是正常的,同时由于中国上市公司长期分红水平低下,凸显了双汇的分红很高。如果我们的上市公司都像双汇这样分红,我们股市的换手率就不会世界第一了,因为上市公司无钱可分、或者极少,导致了广大投资者被动地变成投机者、博弈者。也说明了为什么金融危机的发源地美国股市最大跌幅才50%,而中国股市的跌幅却超过70%。我们应站在更高的高度来俯视双汇的高分红。不能用愤青式的狭隘思维来看资本市场活动。谁投资谁受益,这是天经地义的事情。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十八章　分众传媒：私募助推下的离奇发展

一、案情介绍

（一）分众传媒公司简介

分众传媒（Focus Media），中国领先的数字化媒体集团，创建于2003年，产品线覆盖商业楼宇视频媒体、卖场终端视频媒体、公寓电梯媒体（框架媒介）、户外大型LED彩屏媒体、电影院线广告媒体、网络广告媒体等多个针对特征受众、并可以相互有机整合的媒体网络。

分众传媒以中国都市人群为核心目标人群，覆盖中国最广泛的高收入群体，以独创的商业模式、媒体传播的分众性、生动性赢得了业界的高度认同。2005年7月，分众传媒成功登陆美国纳斯达克，成为海外上市的中国纯广告传媒第一股，并以1.72亿美元的募资额创造了当时的IPO纪录。2007年12月24日，分众传媒正式被计入纳斯达克100指数，成为第一个被计入纳斯达克100指数的中国广告传媒股。

2003年，分众传媒首创中国户外视频广告联播网络，以精准的受众定位和传播效果，博得消费者和广告客户的肯定。2006年1月，分众传媒合并中国楼宇视频媒体第二大运营商聚众传媒（Target Media），巩固了其在户外楼宇视频市场的领先地位。截至2008年6月30日，分众传媒商务楼宇联播网安装的液晶屏和数字框架总数量为123140块，覆盖中国100多个主要城市的超过7万栋楼宇，为包括诺基亚、P&G、丰田在内的超过3000家广告客户提供专业优质的广告投放服务。

2004年底，分众传媒全面推出中国卖场终端联播网，锁定快速消费品的主要购买决策人群，影响终端购物中的品牌选择和消费决策，填补了全国性终端媒体的空缺。截至2008年6月30日，分众传媒卖场终端联播网液晶屏总数量达到58493个，覆盖全国超过120个城市约4000多家大中型卖场和便利店。

2005年10月份，分众传媒收购占据全国电梯平面媒体市场领先地位的框

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

架媒介，进入社区平面媒体领域，这一网络成为分众数字户外的重要组成部分。2007年6月，分众传媒创新性地推出框架2.0产品，推动公寓电梯媒体向数字化全面迈进。截至2008年6月30日，分众传媒框架媒体已安装非数字框架250966个，数字框架25019个。

2006年4月底，分众传媒正式推出户外LED彩屏媒体，覆盖都市中心商务区的行进路途。2007年3月，分众传媒并购中国领先的互联网广告及互动营销服务提供商好耶，全面进军网络广告营销市场。

根据公司第三季度财报，截至2008年9月30日，分众传媒商务楼宇联播网安装的液晶屏和数字框架总数量为120131块，其中114300块属于公司直接拥有的网络，5,831块属于地区经销商；分众传媒卖场终端联播网液晶屏总数量为56614个；分众传媒框架媒体可用非数字框架总数量为273813个，数字框架29546个。分众传媒第三季度总营收为2.248亿美元，同比增长63.7%、环比增长6.2%。分众传媒第三季度净利润为5,130万美元，每股美国存托凭证（ADS）完全摊薄收益为0.38美元。

2008年12月22日，新浪和分众传媒集团宣布双方达成协议，新浪将合并分众旗下的户外数字广告业务。根据协议，新浪将增发4700万普通股用于购买分众传媒旗下的分众楼宇电视、框架广告以及卖场广告等业务相关的资产。分众传媒将保留其互联广告业务、影院广告业务以及传统户外广告牌业务。这些被合并的业务在2008年前九个月占到了分众传媒全部营收的52%以及整体毛利的73%。此举意味着，除了好耶广告等资产，分众将其核心资产全部并入新浪。

2009年3月24日，分众传媒发布2008年第四季度财报，财报显示，分众传媒净营业额为1.92亿美元，根据美国通用会计准则，净利润为5,000万美元，营收下降15%，第四季度净亏损为8.003亿美元。

（二）分众传媒公司发展历程

第一阶段，获得第一笔风险投资，分众传媒成立。

2003年5月，分众传媒控股有限公司正式成立。2003年6月，国际著名投资机构SOFT BANK和UCI维众投资宣布对分众传媒投入巨资，推动分众的中国商业楼宇联播网的建设与运营。

2003年，江南春开始进军分众媒体广告市场，成立分众传媒公司，创建数字化商业楼宇联播网。这一年的上半年，上海70多幢高级写字楼的电梯里都多了一台17寸的液晶电视，专门播放名车、豪宅、金融服务等针对高收入人群的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



广告。由于广告制作精美,又抓住了电梯这一奇特的载体,因此一炮打响。一年之后,“分众传媒”已建立了日覆盖80万人次的分众传播网。

正是看中分众传媒独特的市场切入点及发展潜力,2003年,“日本软银”投入了4,000万美元的风险资金。“日本软银”带来的不仅仅是资金,更多的则是有益的帮助。“日本软银”的资深财务、管理顾问,能帮助企业完善管理体系;各种资源关系将有助于企业更好地开拓市场,包括海外市场。

“日本软银”看中的是规模达数百亿元人民币的商务楼宇数字广告市场。据经济专家预测,未来五年,中国广告市场份额为1000亿~1500亿元人民币,其中分众传媒市场为200亿~500亿元。而“分众传媒”是国内第一个运用分众行销概念而成功崛起的数字化户外媒体,也是国内分众传媒业的领跑者。“日本软银”青睐的正是“分众传媒”独特的创意和其投资回报前景。

第二阶段,获得二笔融资。

2004年3月UCI维众投资、鼎晖国际投资和TDF基金联手美国知名投资机构DFJ、WI－HARPER中经合以及麦顿国际投资等联手注资分众传媒数1,250万美金。

2004年11月16日,分众传媒控股有限公司与UCI维众投资、美国高盛公司和英国3i公司在人民大会堂召开新闻发布会,宣布UCI、高盛及3i共同投资3,000万美金入股分众传媒。于是在2004年,分众共计融资4,250万美元,这是国内广告传媒私募的新纪录

第三阶段,在纳斯达克成功上市。

2005年7月13日,分众传媒在美国纳斯达克成功上市,股票代码:FMCN。据纳斯达克当日消息,分众传媒的股票发行价定为每股17美元,高于事先设定的14~16美金的定价范围。按照发行价,本次上市共募得资本1.72亿美元。按照当日收盘价计算,其市值已经超过8亿美元,超过了三家在香港上市的户外媒体股票白马、MPI和通城的市值总和。

在IPO前,分众股权结构中,除了江南春持股39.7%外,高盛持有约13.2%,为二股东,所有外资股东一共占股47.1%。在本次IPO中,套现的股东中并没有高盛,主要有江南春、鼎晖投资和维众,出售股数分别占总股数的4.03%、1.59%和1.15%。根据招股文件,江南春在上市前拥有1.26亿股份,上市时江将出售约1,281万股股票,按照17美元的定价,套现约2,177万美元。而江的个人身价则一夜间暴涨到近2亿美元,荣登2004年福布斯中国富豪排行榜之列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

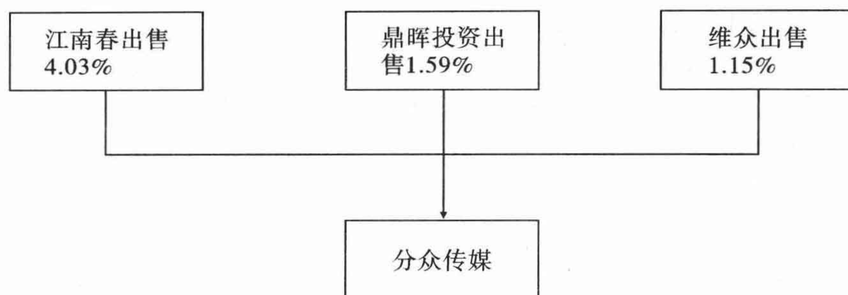


图 38－1　分众传媒上市后各股东套现情况

第四阶段，进行大规模收购扩张，风险投资机构积极参与收购过程。

2005 年 7 月，分众在纳斯达克上市。三个月之后，江南春就迈出了事后看起来疯狂的收购步伐。

(1)2005 年 10 月，1.83 亿美元收购框架媒介的 100% 股权。根据合约，分众传媒将首先支付 3,960 万美元的现金和价值 5,540 万美元的分众普通股。除此以外，根据框架媒介在 2006 年的赢利情况，分众将再支付价值最高不超过 8,800 万美元的分众普通股。总收购价将不超过 1.83 亿美元，创下了中国近年来媒体并购的最高纪录。显然资本的力量再一次发挥了作用。因为领先上市获得的巨额融资以及资本市场的信心支撑，分众才能放开手脚，以 11 倍的市盈率大手笔收购框架媒介。

更为关键的是，在整个收购的背后，一直闪现着 IDG 的身影，而分众与 IDG 历来关系密切。由于这次收购，拥有框架媒介不到 50% 股份的投资方 IDG 与汉能基金通过上市将手中的投资大幅增值。IDG 公司和汉能基金于 2004 年 11 月入主框架媒介。在他们的资本支持下，2005 年框架媒介发起全国电梯平面媒体市场的整合运动。他们只动用了大约 100 万美元的现金，主要以股权置换成功整合了原框架媒介、朗媒传播、信诚四海、领先传媒等 9 家电梯平面媒体公司，并与其他 30 几个主要城市形成策略联盟，媒体网络遍布全国，拥有了中国主要城市 90% 以上的电梯平面媒体资源，为国内外 300 余家知名品牌提供媒体投放服务，在电梯平面媒体领域具绝对强势地位。而框架卖给分众后，汉能与框架媒介的其他投资者一起拥有分众传媒约 15% 的股权。

(2)2006 年 1 月，3.25 亿美元收购最大的竞争对手聚众，从而以 75 个城市的覆盖度进一步巩固了在该领域的领导地位。自合并之日至 2006 年 3 月底，公司在分众、聚众两个品牌原有的楼宇联播平台基础上，将该网络划分为更加精细分众化的几个频道，包括中国商务楼宇联播网、中国领袖人士联播网、中国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商旅人士联播网、中国时尚人士联播网等。

根据双方的交易条款，两家公司采用境外公司换股方式，分众传媒将以总计约3.25亿美元的价格取得聚众传媒100%的股权。其中9,400万美元以现金支付，剩余2.31亿美元以股份方式支付。合并后聚众占分众20%的股份。合并后的实体将成为在纳斯达克上市的中国企业中市值最高的公司之一。据介绍，虞峰持有聚众40%的股份，凯雷前后共投资聚众2,000万美元，持有25%左右的股份，其他35%的股份均为小股东持有，此次与分众合并后，将有部分小股东套现，而虞峰和凯雷仍保持现有股权。

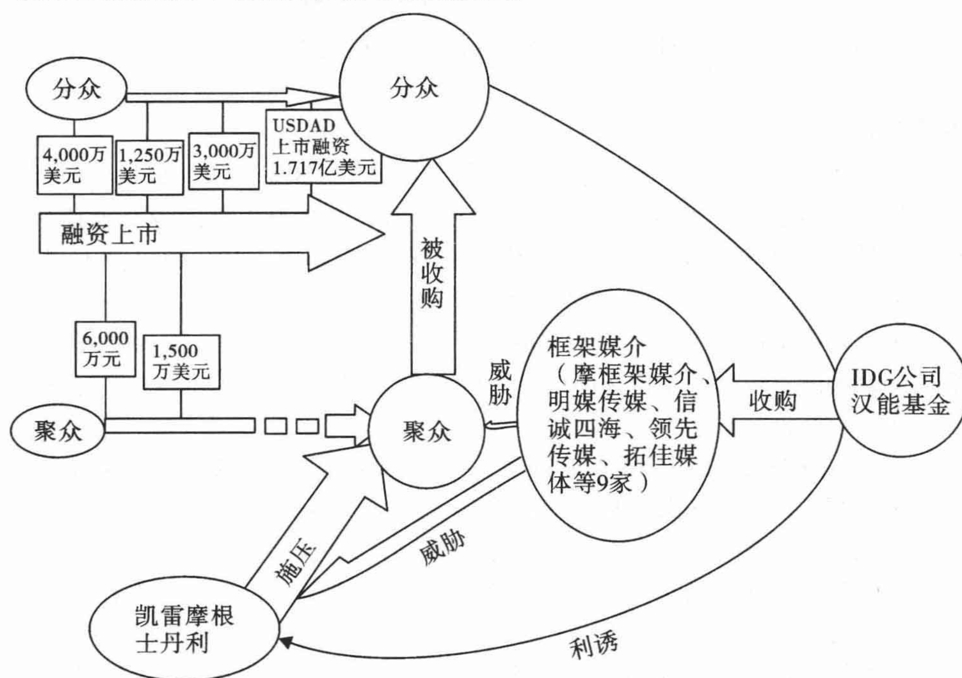


图38－2　风险投资机构参与分众传媒收购过程

分众传媒2006年1月向美国证券交易委员会提交相关文件，计划发行600万股美国存托股（ADS）。这次增发新股，是为了完成与聚众的合并事宜。

通过这次发行ADS，高盛、UCI维众投资、英国3i集团、CDH鼎辉投资等曾在分众注资的国际风险投资商均抛售了部分老股。招股书同时显示，股票发行前，分众传媒CEO江南春为分众第一大股东，并拥有28.29%的股份；高盛为第二大股东，拥有9.72%的股份；股票发行后，江南春的股份被稀释到25.68%；高盛被稀释为6.06%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分众的风险投资商之一高盛,将抛售手中约 1/3 的分众股票,套现 6,500 万美元。此前,高盛联同英国 3i、UCI 维众投资共注资分众 3,000 万美元。

但分众传媒的风险投资商并未全部抛售手中股票。以高盛为例,高盛抛售的股票大约是原持有股票的 1/3,CDH 鼎辉投资、UCI 维众投资、英国 3i 集团也只抛售了 1/3 甚至更低比例的股票。

(3)2006 年 3 月,3,000 万美元收购凯威点告;2007 年 3 月,2.25 亿~3 亿美元收购好耶;2007 年 12 月,1.684 亿美元收购玺诚。除了这数次大型的并购,据不完全统计,分众这些年并购的公司数量超过 60 家。

江南春前几次并购都旨在消灭主要的竞争对手,因此收购的效果立竿见影,竞争终结,利润率直线上升。2007 年的总营收为 5.066 亿美元,比 2006 年增长了 139.1%,而 2006 年的总营收较 2005 年增长了两倍多。这更坚定了他再次发动收购的信心。对于无线和互联网公司的收购,则是他的第二阶段。这些并购为分众的多元化业务拓展提供了故事。因此,分众的一次次并购也获得了华尔街的激赏。再加上分众上市之后的三年,正逢一轮全球大牛市,分众的股价就此节节攀升,其市值一度接近 80 亿美元。因为在资本市场表现出色,分众还成为第一个被计入纳斯达克 100 指数的中国新媒体公司。江南春的胃口越来越大,并购代价也被不断推涨。而其中的聚众、好耶、玺诚这三家公司,江南春都是赶在他们即将上市前收购,其代价可想而知,尤其是江南春在上市前的最后一天,以 17.5 倍的高 PE 将玺诚拿下。

第五阶段,最近面临困境,将要被新浪并购。

2007 年,分众收入创下了历史最高,唯一的目标就是要超过央视成为中国最大的媒体广告平台。进入 2008 年,分众却遭遇"流年不利",一波未平一波又起的连续事件,让其市值急速滑降。3 月遭遇央视"3·15"晚会垃圾短信门事件,中央电视台"3·15 晚会"播出,分众无线违规群发短信被重点予以曝光。质疑的声音顷刻间纷至沓来。资本市场也反应强烈,股价在周一美国时间明日开盘之后下跌了 11.66 美元,分众市值蒸发了 26.6%。这次风暴为分众在这个季度带来了 7,930 万美元的损失。九个月后,江南春剥离了无线业务,这个被迫取消的业务原本有望独立上市。"这个业务没法做空,你的路被堵死,你的商业想象力就没了,你靠这几个屏幕装在楼宇,再装在超市,你还有什么好装的!"梅高中国公司董事长高峻说。第二个被剥离的是江南春 2007 年年底重金购得的玺诚传媒,这消耗了分众 2 亿美元。

分众传媒还中止了 2008 年初与炎黄传媒签订的投资协议,因为随着市场



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



环境的恶化，原本计划在2008年上市的炎黄传媒，此前与江南春一样"用力过猛"，扩张过度，已经陷入经营困境。

5月地震，使得众多商家减少广告投放，而江南春原本寄予希望的北京奥运会，也没能等来广告井喷行情。相反，因为许多非奥运赞助商取消了广告投放计划，奥运期间，分众在北京的广告销售收入较明显减少了三四成。随后，金融风暴的蔓延开始沉重打击分众的广告客户，金融、汽车等领域的高端客户开始压缩开支，而受到"三聚氰胺"事件影响，分众的乳业广告全军覆没。9月底，一些客户开始推迟或是终止合同，还有的客户变得更加现实。他们在短期内的广告投放，不再以培育品牌而是以直接驱动销售为导向。11月11日，当分众公布了低于分析师预期的第三季度财报，并且同时发布了远低于分析师估计的第四季度收入预期，结果分众股价当天重挫45%。

2008年12月22日，新浪和分众传媒集团宣布双方达成协议，新浪将合并分众旗下的户外数字广告业务。根据协议，新浪将增发4,700万普通股用于购买分众传媒旗下的分众楼宇电视、框架广告以及卖场广告等业务相关的资产。分众传媒将保留其互联广告业务、影院广告业务以及传统户外广告牌业务。这些被合并的业务在2008年前9个月占到了分众传媒全部营收的52%以及整体毛利的73%。目前这一交易已经得到双方董事会的批准，不需要再经股东大会批准。如果交易条件及有关审批手续完成，此交易将在2009年上半年完成。交易交割日后，分众传媒将马上把交易中获得的新浪股票按比例转发给分众传媒的股东。

从某种程度上来看，新浪收购分众，可以说是双方业务优势的互补，从而实现资源利用的最大化。因为多年来，新浪一直是中国最大的网络广告平台，因多年打造的新闻影响力，享受媒体品牌溢价，成为一个以内容为王的公司；而分众传媒则因占据多数楼宇的广告屏幕，享受渠道垄断溢价，成为一个以渠道为王的公司。新浪收购分众后，以其强大的媒体话语权，能够更充分地利用分众在全国超过50个城市的直接销售团队，既销售分众户外广告，也能销售新浪门户网站的广告，同时也帮助分众走出当前的窘境。面对严重的全球性金融危机，许多企业不可避免地都或多或少受到波及，新浪和分众作为媒体也不例外。在经济的冬天里，双方适时地整合，拧在一起捆绑过冬，争取降低双方的成本，实现客户共享，共同扩大彼此的利润，达到双赢的局面，未必不是一件好事。交易双方的美好前景，并未立即得到投资人的认可，2008年12月23日，宣布合并消息的次日，两家公司股价竟然双双暴跌16%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方评述汇集

(一)《数字商业时代》(2006年3月):分众合并聚众:风投成收购大幕后的资本推手

在资本力量的主导下,分众收购了聚众。那么资本又在其中获得了什么呢?

刚进入2006年,资本就从幕后伸出手。对高投资回报的渴望,让它再次显示了自己的力量。

当2005年分众传媒在纳斯达克耀眼上市的时候,人们不会忘记在评论后加上一句:他的最大竞争对手聚众传媒也即将荣登纳市,双方三年来的暗自较量,也在2005年下半年上升到了白热化。

然而这场产业竞争并没有按预想的进程发展,2006年年初,聚众登陆纳市的消息却被分众并购聚众的消息取代。分众以3.25亿美元获得聚众100%的股权,其中现金9,400万美元,股票2.31亿美元。分众传媒CEO江南春和聚众传媒CEO虞锋分别为整合后公司的董事局联席主席和前两大股东。两个昔日的冤家以最快的速度结束了纷争。

“计划总赶不上变化”,只能是信息不对称者的托词,尽管合并来得很快,但是无论是分众总裁江南春,还是聚众总裁虞锋,尤其是他们背后的风险投资方,无不是深思熟虑的结果。

1. 资本的算盘

虞锋承认合并主要还是资本市场的力量,两年前聚众刚做起来的时候,分众背后的投资方软银就提出过两家是否能合并,后来是2005年,聚众的上市主承销商,摩根士丹利和雷曼兄弟提出和分众合并的建议,当然更不用说花费最大精力的凯雷——聚众的第二大股东、风险投资商,聚众今后的走向直接关系到3,500万元风险投资的回报率。

如果不是分众传媒抢先在纳斯达克上市,也许这一切来得还不会这么快。分众抢先在纳斯达克的上市,这几乎成为了决定两家企业命运的分水岭。上市融资的成功,给了分众大把掏钱并购的动力,与之鲜明对比的是,聚众还处在上市准备期,二者在融资能力上的差距已不言自明。

果然分众在上市后的第二个月就开始了动用大规模资金进行并购,极大地



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



刺激了分众和相关投资者的胃口。2005年10月17日，分众传媒宣布，收购Infoachieve有限公司100%的股权。Infoachieve有限公司是一家在英属维尔京群岛注册的公司，该公司拥有上海框架广告有限公司100%的股权，而上海框架广告有限公司拥有目前中国最大的社区广告网络。

根据双方签署的协议，分众传媒将以3,960万美元的现金和价值5,540万美元的分众传媒普通股股票作价收购上海框架广告有限公司（相当于以每股美国存托凭证作价24.56美元，1股美国存托凭证相当于10股普通股股票）。如果上海框架广告有限公司2006年能够达到预先确定的赢利目标，分众传媒未来还有望追加收购金额，最多追加价值8,800万美元的股票（每股美国存托凭证作价24.56美元），这将使累计的收购金额达1.83亿美元。这一案例几乎成为2005年风险投资上运作的经典。

2005年1月，框架媒介刚把旗下液晶业务打包出售给分众传媒。除此之外，江南春还看不出这家做电梯平面媒体的企业有什么过人之处，但是就在短短的几个月时间，使江南春不得不斥巨资再次收购这家企业，原因是框架传媒在短短的几个月中整合了9家楼宇平面媒体企业，成为行业的老大。

有点儿不可思议的是，框架媒介最后一笔整合交易居然就发生在分众收购他的几天前。江南春也感慨框架媒介总裁谭智和汉能投资总裁陈宏这些操盘者的整合能力，遗憾自己忙于纳斯达克上市的几个月给了对方很好的机会。对于江南春来说，这笔交易有点儿过于昂贵，可又不得不买。因为分众已经错过了时机。

更重要的是，这件事即使是分众自己来做，未必会有这样的效率。这是一场结合天时、地利、人和的案例，很难复制第二个。分众花钱买来的是效率。

投资框架媒介的风险投资商汉能投资和IDG股东由此赚了个盆满钵满。根据陈宏的介绍，在收购9家公司的过程中，只动用了大约100万美元的现金，大多数收购以股权置换达成，而框架卖给分众后，汉能与框架媒介的其他投资者一起拥有分众传媒约15%的股权。

如此骄人业绩不能不让聚众背后的凯雷眼馋，但更多的可能是担忧。因为分众每成长一步，都将对聚众构成更大的威胁，也直接影响到风险投资将来的回报收益。

2. 资本获利的“比较”

凯雷投资集团董事总经理祖文萃很清楚，在一个产业中第一个上市的企业带来的效应，“第一个上市的企业抢占了先机，在资本市场会聚集了更多的资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和人气,这对于拥有相同模式的竞争对手来说,不是个利好消息。”

熟悉楼宇电视赢利模式的一些专家也认为,中国楼宇电视的概念在海外并没有成功模式,因为海外商业楼宇多数都是被大财团所控制,而且只是大型项目的载体,不像中国每一栋楼有一个相对独立的开发商。分众成功上市,虽然标志着这种赢利模式得到海外投资者的理解和认同,但并不意味着聚众上市同样还会受到追捧,这个市场的想象空间没有那么大。

事实是在行业中市场地位较高的公司由于较快的增长一般率先进行 IPO。而且同一行业中,先 IPO 的企业总体回报率往往高于后来者,在时间和投资回报率权衡中,风险投资当然是会选择最优回报率的投资项目,即便是没有选择到最优的,也会权衡考虑最稳妥的获得资金回报的方案。

祖文萃承认给聚众投资具有一定的偶然性,如果当初第一个接触的不是虞锋而是江南春,凯雷更有可能将资金投向分众,就像凯雷当年幸地的投资中国内地第一个成功登陆纳斯达克的旅游在线企业携程,这笔投资使凯雷获得了 10 倍以上的回报。

而当时携程最大的竞争对手 e 龙,拒绝了携程合作的建议。坚持走纳斯达克上市路。如今携程股价每股超过 60 美元,相对于每股 18 美元的发行价格而言,可谓大红大紫。而 e 龙报每股不超过 11 美元,相对于 6.75 美元发行价格,基本没什么建树。

这个例子没有人会比凯雷投资更熟悉了,在聚众各项经营指标都没有比分众明显的优势的情况下,对凯雷而言,选择同意聚众的 IPO,无异于眼睁睁地看着低投资回报率的风险被放大。显然不是明智的风险资金退出办法。

3. 资本的最终选择

尽管在整个分众并购案中,资本方都尽可能淡化自己在其中所起的作用,将并购得以成行,归功于两位企业家所表现出来的战略眼光和产业理想,尤其是虞锋在聚众上市只差最后一步时选择放弃表现出的勇气和风度。

通常行业中处于寡头地位的企业,是不希望被对手企业收购的,如同阿里巴巴 CEO 马云所说:“宁愿买对自己有补充作用的公司,也不买竞争对手”。与框架媒介的谭智不同,谭智是汉能投资的合伙人,更准确地说,他就是框架的投资人之一,从一开始就是在以投资电梯平面广告的心态在做,而卖掉自己的企业对于企业家角色的虞锋来说,确实是一个痛苦的决定,但作为风险投资的受托人,他需要尊重资本的意愿。

业内人士认为,在中国 IT 企业的并购史上,有影响的先例还只有搜狐当年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收购 Chinaren,也是因为符合资本市场的意志,所以干脆合并。风险投资所有的操作都不可能摆脱它的真实意愿——“价值的最大化”,或者说“索取最大化套现退出”。整个过程都是在寻求信息不对称性和退出时索取套现风险性之间的平衡。

分众和聚众以及几方金融投资者都还不愿透露风险投资的回报预期。不过凯雷通过合并案已间接持有了分众传媒新增发的 2.31 亿股票中的 25% 股份,虞锋透露,按照计划,会把现金分给聚众其他分散的小股东,他本人和凯雷将持有分众新增发的股份。

祖文萃称,凯雷将继续投资合并后的新公司。但是在促成分众、聚众合并的同时,凯雷已经为其本身的投资在最短时间内带来了风险最低回报最大的路径。此次交易是聚众股东最好的一种退出方式。

合并在资本市场也获得了一片认同和追捧,仅消息宣布当日,分众传媒在美国纳斯达克的股价上涨到 42.42 美元,涨幅达 14.65%。报收于 42.42 美元;10 日,分众股价继续攀升至 45.01 美元。按该价格计算,分众市值已达 17.86 亿美元,仅次于网易和百度。资本市场对这场交易做出了最简单明确的答复。

(二)《经理人》(2007 年 3 月):分众传媒的未来危机

进军多元化媒体市场的分众分出了高端的受众,又利用了他们的无聊,正是因为抓住了这样的行业本质,早期的分众才能如此迅速地获得成功。但我们发现,分众却并不能由此就高枕无忧。2003 年时,液晶广告作为一个全新的媒体,绝大多数的受众对它感到新鲜和好奇,当年分众的宣传材料中“受众会主动观看分众的液晶广告”的比例高达 93%;而仅仅两年以后,2005 年 CTR 调研公司的《楼宇液晶电视广告效果评估》中这个数字则降至 64%;2006 年,分众副总裁接受新浪网采访时,所提到的这个数字则更已变为了仅有 44%,或许这些数据未必准确,但至少说明了,会认真观看分众广告的受众比例越来越小,曾经的创意因为不再新鲜,已经变得不再那么能够吸引人们的眼球。面对商务楼宇广告发展的停滞,分众选择了应用多元化的策略寻求发展,分众现阶段试图在中国建立一个“生活媒体圈”,把广告放在一个人的生活规律和轨迹的每一步中。其中主要包括户外生活媒体圈(深耕聚众曾经的户外媒体业务)、大卖场广告网络、手机广告等。

以时尚人士联播网为例,分众标榜的是“覆盖五大发达城市的高档餐厅、酒吧、购物中心、美容美发、KTV,把握时尚人士生活步伐”——分众的时尚人士联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

播网所标榜的理念很诱人，但是分众能够透过这个联播网把握住他们的步伐吗？答案是当然不能。原因很简单，广告将严重破坏时尚消费最重要的元素——气氛。例如，星巴克是小资人士们在休息聊天时最常选择的地方，但星巴克永远不可能让分众把广告带进它的店里，因为一旦它这么做了，“小资”们就会觉得星巴克不再小资，继而选择别的咖啡店。钱柜 KTV 号称“Party World”，是时尚人士聚会的最主要的场所，但是对于钱柜来讲，它自己就有屏幕可以间或插播一点儿广告，分众根本不可能把自己的液晶屏放进它的包房。分众唯一能做的，就是进入一些并不太关心自己气氛的较低档的时尚场所，但即便这些时尚场所接受了分众的液晶屏幕，来这里消费的人都并不无聊，不论在咖啡店、卡拉 OK 房、酒吧也好，人们是来娱乐的，而不是看广告的。所以，我预言，分众这种多元化的媒体市场战略是存在极大危机的。

在商务楼宇广告市场上，分众事实上已经进入了衰退阶段，并且将永远不会超越这个阶段，而是停留在此。在衰退阶段，企业的利润率在达到一定高度后会保持稳定，甚至会略微有些下降，而产品的销售量也将开始下降，某些厂商开始向其他更有利可图的行业转移资金。

我在此提醒，分众现在的做法，是选择了越来越多不“无聊”的环境，自己的做法又无法让观众有效收看“无聊”的广告，这样是背离了分众当初把握行业本质取得迅速增长的经验，危机越来越大。目前，分众占据楼宇广告市场的垄断地位尚很短，我们无法从现有的数据推之是否分众的楼宇广告收入确实开始停滞。但我们却发现，高盛、UCI 维众投资、英国 3i 集团、CDH 鼎辉投资等等，曾在分众注资的国际风险投资商和聚众曾经的主要投资商凯雷，均在 2006 年开始部分抛售其持有的分众股票，这个现象极好地佐证了我们的观点。

（三）《21 世纪经济报道》(2007 年 3 月)：分众收购好耶 IDG 狂赚 40 倍

作为最大的风险投资股东，IDG 在此次收购中获利约 2,500 万美金，另加具有吸引力价格的分众传媒股票，总价值 6,500 多万美金，是其最初投入的 40 余倍。

风传已久的分众传媒收购新好耶信息技术（上海）有限公司（下称“好耶”）一事，将于 3 月 1 日尘埃落定。据可靠渠道消息透露，分众传媒对好耶实行 100% 股权收购，作价 2.25 亿美金，付款方式为约 6,750 万美元为现金，剩余的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1.575 亿美元则以分众传媒股票(以每股 7.762 美元计)支付。

收购协议还规定,如果好耶在 2007 年 4 月 1 日至 2008 年 3 月 31 日达到相关赢利条件,好耶股东未来将获得额外的以现金和分众传媒股票支付的 7,500 万美元。据了解,该协议中涉及的分众传媒股票均为新发行股票。

在收购事宜正式确定之后,分众传媒董事长江南春表示,此次收购对于分众传媒来说,具有里程碑的意义,这意味着分众传媒踏入了中国最快速增长的广告市场——在线网络广告市场。好耶成立于 1998 年,是目前国内最大的网络广告技术和服务公司,已有国内互联网广告一半以上的市场份额,其商业模式是,利用互联网广告管理技术,进行互联网广告代理,根据效果收费。

好耶在对网络广告形式、广告点击率等进行监测统计的同时,对网民的网络习惯进行统计分析。通过 Adforward 统计数据,帮助广告主或广告代理公司了解网民的网络访问习惯,以制订较合理的媒体投放计划。同时,好耶在互联网络领域开创了 SmartTrade 平台,将 5,000 家小型网站和国内知名个人网站的流量聚合。

在 SmartTrade 平台上,广告主可采用 CPA(Cost Per Action)付费模式,按效果付费,提升广告主进行网络广告投资的效益。此外,好耶还开创了 Rich Media 富媒体广告联盟,推动基于宽带上极具成长空间的视频广告业务发展。另据业内人士透露,实际上,好耶不仅在战略上(针对不同受众定向投放不同广告)与分众广告理念相吻合,其与江南春个人也颇有渊源,江南春曾在好耶创立不久后投入一笔个人投资。

据了解,除不少个人股东外,好耶的第一笔融资 300 万元由 IDG 下属的太平洋技术风险投资公司在 1998 年投入,后追加至近 150 万美元,占其股份接近 40%;2005 年 9 月,IDG 与 OAK 风险投资合伙基金又对其投入了 3,000 万美元的联合投资,IDG 的另一合作伙伴 Accel Partner 在此次融资中进入好耶。

此次收购完成之后,所有风险投资股东将全部退出好耶,在获得部分现金之外,还将持有分众传媒的股份。作为最大的风险投资股东,IDG 在此次收购中获利约 2,500 万美金,另加具有吸引力价格的分众传媒股票,总价值 6,500 多万美金,是其最初投入的 40 余倍。据分众传媒最新发布的 2006 年第四季度财报,其总营收 7,514.6 万美元,较 2005 年同期增长 219.2%。按纯广告收入已成为继 CCTV、SMG 之后国内第三大的媒体集团。公告发布时,分众传媒已是纳市中国概念股市值最大公司。

此前,分众传媒曾在 2005 年 10 月收购框架媒介(超过 1 亿美金);2006 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 月，收购竞争对手聚众传媒（3.25 亿美金）；2006 年 3 月，以约 3,000 万美元（现金 + 股票价值）收购北京凯威点告技术有限公司。通过不断收购，分众传媒涉足商务楼宇液晶电视、卖场广告网络、公寓电梯海报市场、无线广告市场、户外 LED 彩屏和电影院线媒体等，基本实现覆盖一个普通消费者的生活时空。

按照分众传媒首席执行官江南春“生活圈媒体群”思路，分众传媒此次的第四次全资并购，可视为是分众传媒一次战略性的并购，以解决分众传媒目前面临的主要问题——在北京、上海、深圳等一级城市市场的楼宇广告占有率已接近 100%，如何开拓新业务，继续保持规模增长？与此同时，此次收购也打破了市场上关于好耶“作为 2.0 理念中有可能最先赴美上市”的美好预言。业内人士认为，好耶最后决定出售，与其最近两年未取得市场预期的高增长有关。

IDG 相关人士在解释好耶放弃独立赴美 IPO，而选择出售给分众传媒时表示，与好耶模式相似的美国 Double Click 公司，目前的市盈率并不高，这给好耶独立上市蒙上了阴影，而分众传媒给予的价格和市盈率都比较高，而且分众传媒的股票也被市场看好，多种因素促成其最终答应出售给江南春。

本书点评

看这些私募多有眼光，如果没有低市盈率的美国 Double Click 公司，好耶就会像分众一样以高市盈率股价上市，私募们就可以获取更高的利益。而让分众收购，就是要享受分众的高市盈率，说白了就是要分众高价收购。谁买单呢？自然是资本市场了，增加了分众的题材，市场当然欢迎了，这就是变相上市，唯一不同的是，资本市场上没有增加新伙伴。

（四）《互联网天地》（2008 年）：“快资本”战略

楼宇广告的市场瓶颈，迫使分众传媒不得不开始寻找下一个利润的增长点，资本运作的前提必须要给资本市场一个很好的预期，必须要让投资者感到分众传媒还有一个广阔的上扬空间。在楼宇电视、电梯平面媒体、卖场终端视频领域中，分众传媒分别占据着 98%、90%、95% 的市场份额，分众无线一度占据了手机广告市场的半壁江山，子公司好耶则是中国最大的互联网广告代理商和互联网广告技术提供商之一。

分众传媒的成功也正是基于此，快速犀利地运用资本运营手段和并购策略（“快资本”战略）逐步吃掉竞争对手，从而实现细分领域的垄断经营。成功并



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购推动了分众传媒股价的上扬,高股价也相应地增强了分众传媒的并购能力。2005年7月,分众传媒上市之初的市值仅为7亿美元,短短两年时间,分众传媒用于收购的资金就已超过了12亿美元,而市值也直逼70亿美元。从聚众、好耶到凯威、玺诚,从产业的巨无霸到即将面临倒闭的二三流公司,恐怕谁也说不清分众传媒所拥有或参股的公司到底有多少。分众传媒的"快资本"战略逻辑简单而清晰:上游通过打通融资通道获得资本市场的青睐,从而增强资本力的后盾;下游通过强悍的收购,在战略市场上跑马圈地、做强品牌,从而形成领跑者的地位;最终,分众传媒通过资本市场运作而急剧扩张规模,增加自身价值。但楼宇广告的市场瓶颈迫使分众传媒不得不开始寻找下一个利润的增长点,资本运作的前提必须要给资本市场一个很好的预期,必须要让投资者感到分众传媒还有一个广阔的上扬空间。因此,分众传媒在选择核心业务时,刻意避开了楼宇广告的弊端,而是选择了资金投入比较小、能够快速收回成本并能维持高利润的分众无线业务,这无疑是分众传媒在战略上的一大尝试。令人始料不及的是,在2008年中央电视台"3·15"晚会中,关于"分众无线侵犯公众隐私、强推短信广告"的报道,让分众无线的上市梦想破灭,分众传媒由此遭受到的负面影响至今犹存。

(五)《21世纪经济报道》(2009年3月):新浪与分众传媒并购交易存变数或将重估收购价格

2009年3月24日,分众传媒发布2008年第四季度财报,财报显示,分众传媒净营业额为1.92亿美元,根据美国通用会计准则,净利润为5,000万美元,营收下降15%,第四季度净亏损为8.003亿美元。

3月25日,摩根士丹利(亚洲)董事总经理季卫东接受本报记者采访时表示,"由于分众第四季度营收没有达到并购之初的预期,导致资产价值发生变化,这部分损失从赢利报表里扣掉,产生了亏损。"

根据美国通用会计准则,由于资本市场的急剧变化和对某些业务的市场评估发生改变,公司须计提无形资产摊销及商誉(优势企业形成的资本化价格)减值等非现金一次性资产减值损失,因此,在该会计准则下,分众传媒2008年第四季度净损失为8亿美元。"商誉由收购当时的预期产生,现在收益预期减低,商誉部分就要减记。"季卫东告诉记者。

分众传媒董事长兼CEO江南春对此表示:第四季度营收的下降,是广告市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场突然下滑导致，很多广告主在市场突然下滑时，以最快的速度砍掉了潜在的广告费用。

“按照国际会计统一标准，品牌这类无形资产在并购时计入资产评估表，如果收购价定为100美元，其中可估算资产只有50美元，溢价50美元资产就算做商誉。当企业的经营状况发生变化时，50美元溢价达不到要求，就要算作开支计算，也就是之前计入资产评估表的资产现在就要减少了。”季卫东说。

财报显示，分众传媒并购给新浪的框架业务商誉冲销3.74亿美元，也就是说，分众估价已经减少3.74亿美元。据此估值，新浪将以更便宜的价格获得分众。

1. 或将重估收购价格

分众传媒赢利状况恶化主要在去年第四季度。在这一季度，分众传媒收入1.9亿美元，对比上一个季度下降15%，略高于预期。但由于重组玺城和分众无线业务的费用在2008年第四季度体现，分众传媒当季出现亏损。而在2008年第三季度，分众传媒还曾获得0.51亿美元的赢利。

除去无形资产摊销外，分众第四季度亏损主要来自框架媒体业务3.74亿商誉资产减记。“框架媒体减记数额如此巨大的主要原因是，当初洽购的盈利预期远大于现在的赢利预期，这也是导致框架媒体减记的唯一原因。”分众传媒财务副总裁徐舸说。

目前分众传媒主要业务包括商务楼宇联播网广告、公寓电梯平面媒体网的广告、电影院广告、传统户外广告和互联网广告。

截至2008年12月31日，分众传媒商务楼宇联播网络在全国范围内安装的LCD液晶屏和数字框架总数约为12.8万块，其中约12.26万块为公司直接拥有，5436块属于地区经销商。分众传媒公寓电梯平面媒体网络安装的非数字框架总数约为29万个，数字框架总数为34195个，目前占据国内公寓楼电梯平面广告90%以上份额。

2008年第四季度，分众传媒商务楼宇联播网的广告营业额为6,330万美元，相较于第三季度9,310万美元下降32%，公寓电梯平面媒体网的广告营业额为3,922万美元，相较于第三季4,400万美元下降11%，而该部分业务此前一直保持着44.1%和90.6%的增长速度。

从2005年开始，分众传媒整合原框架媒介、朗媒传播、信诚四海、领先广告等9家同行，从写字楼到公寓，从商圈到生活圈，江南春花巨资打造的是一个分众化的生活媒体圈，正是收益低于预期的规模优势拖累了分众。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于户外广告合同期限为一年,突然性的下降对户外业务的影响很小。对影院业务来说,过去一年中国电影院票房以50%的速度在大幅上升,年底是贺岁电影档期,人流量增加,广告收入也会相应增加,户外广告牌和影院业务第四季度的涨势好于其他业务。

目前分众户外广告业务已经没有任何商誉,出售给新浪的业务中的卖场广告业务还有4亿美元的商誉留存,"新浪收购时会有自己的会计准则,所以具体数额取决于新浪的评估,该业务近期内不会进行商誉减值,不过如果经济进一步恶化,我不能完全保证不会进行商誉减值。"徐舸说。

2."框架系"集体归隐

除却市场因素外,有分析师认为,框架媒体营收下滑与"框架系"人事调整有关。自与新浪合并消息传出,外界一直有分众管理层离职的传言。消息人士透露,春节前,谭智就在公司内部发送邮件,宣布离职并将进行休息。

今年1月26日,分众传媒宣布,公司执行主席江南春将取代谭智,重新出任CEO。谭智将留任分众传媒执行董事,CFO吴明东离职,由公司原总顾问亚历克斯·德义·杨出任临时CFO,迈克尔·徐为财务副总裁。

一位消息人士称,此前分众新浪的并购案曾遇到了谭智、吴明东等人的强烈反对,他们认为与新浪合并后分众将迷失发展方向。"这次的高管离职并不是他们对薪水不满,也不是分众在缩减人员,而是这些人对新浪和分众合并心存怀疑,他们看不清分众、新浪合并后的发展方向,也看不到自己个人职业生涯的发展前景,于是,在反对无效后,谭智和吴明东宣布辞职。"上述知情人士透露。

2004年11月,时任汉能投资集团董事总经理的谭智,作为出资人代表正式成为框架媒介的董事长。入主框架媒介后的一个月内,谭智着手整顿公司内部,将混乱的管理秩序、资金运作、组织架构扭转理顺。在面临自己上市还是转让股权给上市公司时,谭智选择了后者。"当时坊间把框架传媒变相登录纳斯达克作为经典案例,但时过境迁。"一位业内人士对此欷歔不已。

江南春曾表示:并购交易会使少量人员受影响,但对营收下滑无直接影响。

摩根士丹利发布报告称,受媒体有关分众传媒CEO谭智及其管理团队辞职报道的影响,股票市场目前并没有反映出分众传媒与新浪并购后剩余业务的价值。

3.交易或存在变数

在一些分析师看来,分众业绩可能影响分众传媒与新浪的并购交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新浪与分众合并交易宣布之后，分众传媒股票节节下跌，已从收购之初的9美元左右一路跌至3月25日的6.6美元。

从新浪的角度来看，新浪决定收购分众部分业务时，会意识到自己购买了价值缩水的业务，其中分众转售新浪部分业务的价值就缩水了3.74亿美元，这笔数额会不会大到让新浪重新审视收购分众的价值？在分众的业绩面前，原本不看好分众传媒与新浪合并前景的市场人士对这一交易的前景更加悲观。有分析师认为，如果这一交易取消，新浪股价将会受益。

分众传媒财务副总裁徐舸表示："我没法告诉你新浪的想法，不过我得说，我们给了新浪一张不错的资产负债表，而且由于商誉已经减损，所以如果我是收购方，我会觉得减记带来的效果是积极的。"

截至2008年12月31日，分众传媒公司整体的现金和现金等价物为4.229亿美元，较2008年9月30日的3.732亿美元增长13%。按照摩根士丹利给出的数据，分众传媒目前持有现金占市值37%。美国投资公司SIG分析师赵春明透露，分众传媒现在持有的现金将有70%分给新浪，剩下30%留给分众传媒，但并购双方对现金分配方式一直未公开。

目前，并购交易已经得到双方董事会的批准，不需要再经股东大会批准。有分析师认为，股价的下跌已反映出市场对分众传媒和新浪的交易预期。而分众传媒的业绩很可能进一步拉大双方股价的差距，这将使交易的推动者之新浪管理层面临来自新浪股东的压力。

市场对户外广告市场的前景仍趋于悲观。2008年，户外广告的增长为20%，预计2009年户外广告的增长仅为3%，几乎所有的户外媒体运营商均对2009年持谨慎态度。摩根士丹利认为，鉴于其规模和稀缺性，要复制分众传媒的核心资产很困难。相比之下，分众传媒的大多数竞争对手的规模相对较小。摩根士丹利对分众传媒股票评级为"持股观望"(Equal－weight)。

3月17日，曹国伟在新浪管理层电话会议中表示，"任何一项协议都有许多不得不面临的情况，当然，也会有许多情形导致无法顺利合并，虽然有不少的挑战在前，但我认为，我们已经做好了应对这些挑战的准备，也有足够的经验来解决这些挑战。"

摩根士丹利出具的分众报表中提到：值得注意的是，经过这些冲销，分众框架业务不再有任何溢价，而液晶显示屏业务仍然有4亿美元溢价。"如果今年一季度分众液晶屏业务营收不佳，这部分溢价极有可能也要冲销，那么3.74亿美元+4亿美元，新浪重估分众价格的可能性将更大。"上述人士说。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三十九章 腾讯QQ

一、案情背景

（一）腾讯简介

腾讯公司成立于1998年11月，是目前中国最大的互联网综合服务提供商之一，也是中国服务用户最多的互联网企业之一。1999年2月，腾讯正式推出第一个即时通信软件——“腾讯QQ”。随着腾讯QQ注册用户数的突破，2003年，腾讯公司相继推出“QQ游戏”和最新的即时通讯软件——“Tencent Messenger”（简称“腾讯TM”），再次掀起互联网浪潮。2004年6月16日，腾讯公司在香港联交所主板公开上市，股票代号0700，简称“腾讯控股”。2006年，腾讯成立了中国互联网首家慈善公益基金会——腾讯慈善公益基金会。2007年，腾讯投资过亿元在北京、上海和深圳三地设立了中国互联网首家研究院——腾讯研究院。2008年6月，腾讯控股被纳入为香港恒生指数43只成分股之一。

成立十多年来，腾讯公司一直秉承一切以用户价值为依归的经营理念，以成为最受尊敬的互联网企业为远景目标。在“为用户提供一站式在线生活服务”这一战略指引下，目前，腾讯公司已经构建了QQ、腾讯网、QQ游戏以及拍拍网这四大网络平台，形成了中国规模最大的网络社区。在满足用户信息传递与知识获取的需求方面，腾讯拥有门户网站腾讯网、QQ即时通讯工具、QQ邮箱以及SOSO搜索；满足用户群体交流和资源共享方面，腾讯推出的QQ空间（Qzone）已成为中国最大的个人空间；在满足用户个性展示和娱乐需求方面，腾讯拥有非常成功的虚拟形象产品QQShow、QQ宠物、QQ游戏和QQMusic/Radio/Live等产品，以及为手机用户提供的多种无线增值业务；在满足用户的交易需求方面，c2c电子商务平台——拍拍网已经上线，并完成了和整个社区平台的无缝整合。截至2008年9月30日，腾讯即时通讯工具QQ的注册账户数已经超过8.562亿，活跃账户数超过3.551亿，最高同时在线账户数达到4530万，QQ游戏的同时在线人数达到440万，腾讯网（QQ.com）已经成为了中国浏览量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一的综合门户网站,电子商务平台拍拍网也已经成为了中国第二大的电子商务交易平台。

依托庞大的用户群基础,腾讯公司的赢利主要来源于三个方面:互联网增值服务收入、移动及电信增值服务和网络广告。其中,互联网增值服务的内容包括会员服务、社区服务、游戏娱乐服务三大类。移动及通信增值服务具体包括:移动聊天、移动游戏、移动语音聊天、手机图片铃声下载等。当用户下载或订阅短信、彩信等产品时,通过电信运营商的平台付费,电信运营商收到费用之后再与 SP 分成结算。网络广告则主要是通过在即时通讯的客户端软件及在 qq. com 的门户网站的广告栏内提供获得赢利。根据 2008 年 11 月 12 日腾讯公司发布的第三季度(截至 2008 年 9 月 30 日)综合业绩报告显示,该季度腾讯公司互联网增值服务收入为人民币 14.006 亿元,移动及电信增值服务收入为人民币 3.725 亿元,网络广告业务收入为人民币 2.491 亿元,分别占该季度总收入的 69.18%、18.40%、12.30%。

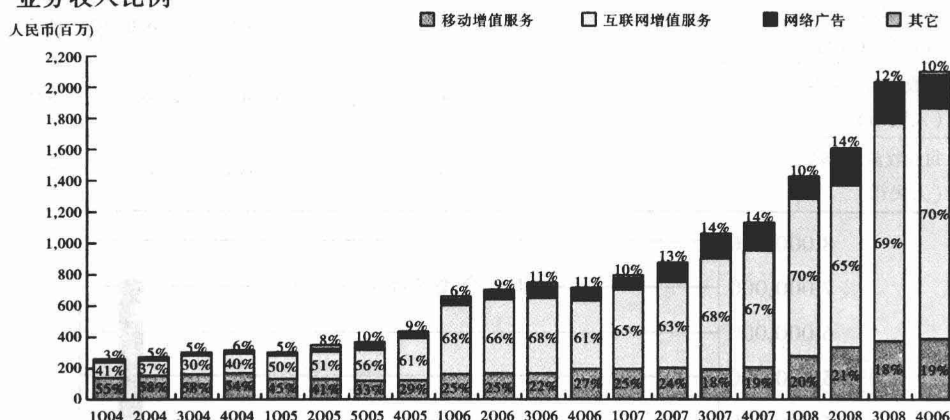


图 39-1 腾讯 2004~2008 年各季度业务收入比例

腾讯公司 2001~2008 年度财务业绩情况如图表 39-1 和图 39-2 所示:

在收获上述良好经营业绩的同时,腾讯公司也荣膺了诸多社会赞誉,如:腾讯 CEO 马化腾当选"影响中国经济百位人物";腾讯网获"最具成长性媒体"大奖(2007);腾讯公司获"国家文化产业示范基地"(2008)、2007 年度"中国最适宜工作的公司"称号、"2006 年度民营企业创新奖"大奖;"腾讯"、"Tencent"被评为"广东省著名商标",等等。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 39－1　腾讯简要合并财务报表

（人民币千元）

	至 12 月 31 日为止的财政年度							
	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
收入	49.076	263.107	734.957	1,143.533	1,428.395	2,800.441	3,820.923	7,154.544
互联网增值服务	944	40.819	229.890	439.041	788.880	1,825.343	2,513.728	4,914.974
移动及电信增值服务	37.980	198.818	467.369	641.190	517.265	700.114	807.645	1,398.984
网络广告	7,735	19.,188	32,841	54,801	112,826	266.684	493.018	826.049
其他	2,437	4,282	5,057	8,501	9.624	8,300	6,532	14,537
毛利	31,032	191,433	505,409	725,408	956,528	1,983.379	2,703.366	4,984.123
除锐前盈利	10,216	143,785	338.209	463.853	437.055	1,116.771	1,534.503	3,104.895
净利	10,216	140.707	322,198	441.119	485.382	1,063.800	1,588.008	2,815.850
本公司权益持有人应占盈利	—	—	—	—	—	1,063.800	1,566.020	2,784.577
每股收益－基本（人民币）	—	—	—	0.290	0.274	0.603	0.880	1.552
每股收益－摊薄（人民币）	—	—	—	0.284	0.267	0.585	0.853	1.514

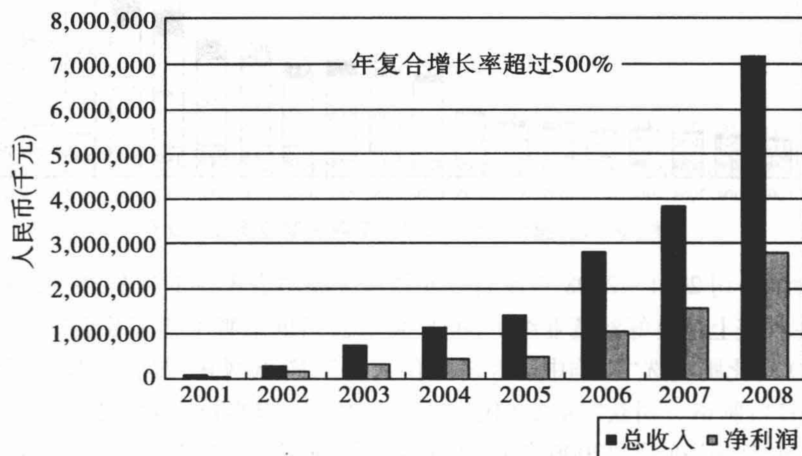


图 39－2　腾讯公司 2001～2008 年收入和利润增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)腾讯发展之路

第一阶段:一个模仿的机遇。

马化腾,1992 年毕业于深圳大学计算机专业,当时他在深圳的一些中小公司打工。一次偶然的机会,马化腾接触了 ICQ 这样一个以色列人开发的即时聊天工具。马化腾在亲身感受到 ICQ 即时信息传递功能的魅力的同时,也发现了它的局限性,一是英文界面,二是操作上有相当难度。这两大缺点使得 ICQ 在国内应用并不广泛。于是,马化腾萌生了搞一个中文 ICQ 的想法。

1998 年 11 月 11 日,马化腾和他大学时的同班同学张志东正式注册成立“深圳市腾讯计算机系统有限公司”。当时公司的主要业务是拓展无线网络寻呼系统。1992 年 2 月,腾讯开发出第一个具有中国风味的 ICQ,即腾讯 QQ(当时叫 QICQ)。10 个月后,QICQ 注册人数突破 100 万人。

第二阶段:困境坚持,风险投资雪中送炭。

与其他刚开始创业的互联网公司一样,资金和技术是腾讯面临的第一难题。随着用户量的攀升,运营成本越来越大,但当时并没有找到很好的赢利模式。马化腾打算卖掉 QQ。然而几经周折,未能如愿。

风险投资佳音传来。1999 年下半年,受丁磊海外融资启发,在深圳第一届高交会上,马化腾拿着改了 6 个版本、20 多页的商业计划书,获得了 IDG 和盈科数码的青睐。这第一笔风投资金共 220 万美元,两家公司分别占公司 20% 的股份。

2000 年 4 月,QQ 用户注册数达 500 万。同年 5 月,QQ 同时在线人数首次突破 10 万大关。6 月 Q 注册用户数再破千万。同年 6 月 21 日,经过腾讯公司和深圳联通公司双方的努力,在深圳联通公司“移动新生活”服务首批推出 10000张 STK 卡中,嵌入了“移动 QQ”菜单,使该服务使用起来更为方便快捷。

第三阶段:发现赢利模式,打下上市基础。

2000 年 7 月 25 日,在新一版软件中,腾讯公司将一个 BANNER 广告条塞在消息接收端中,以此开始网络广告销售。但是相对于投入而言,此举并没有带来赢利。

腾讯真正的赢利从移动梦网的增值服务开始。2000 年底,中国移动推出移动梦网。移动梦网推出的手机代收费的“二八分账”协议,运营商分两成、SP 分八成,给腾讯以前所未有的契机。腾讯迅速开展了收费会员业务,限制页面注册,同时展开移动 QQ 业务。年底(11 月),腾讯正式发布 QQ2000 版本。

2001 年 1 月 31 日,NetValue 宣布了亚洲五个国家和地区的互联网网站及



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实体的排名，www.tencent.com在中国排名第6。同年2月，腾讯QQ在线用户突破100万大关，注册人数增至500万。3月份，为了应对ICQ版权官司，腾讯将软件名称正式改为QQ。2001年7月，腾讯初次实现正现金流。

2002年3月，QQ注册用户突破1亿。7月，倡导行业自律，签署《中国互联网行业自律公约》。同年10月—12月，首届"Q人类Q生活"QQ之星选拔赛的成功举办，进一步将QQ形象融入现代年轻人的生活当中。

2003年8月，腾讯推出"QQ游戏"，再度引领互联网娱乐体验。同年9月QQ用户注册数升到2亿。9月9日，在北京嘉里中心隆重宣布推出企业级实时通信产品"腾讯通"(RTX)。标志着腾讯公司进军企业市场，成为中国第一家企业实时通信服务商。12月15日，腾讯一款最新的即时通讯软件——Tencent Messenger(简称腾讯TM)对外发布。

第四阶段：准备上市，风险投资转手退出。

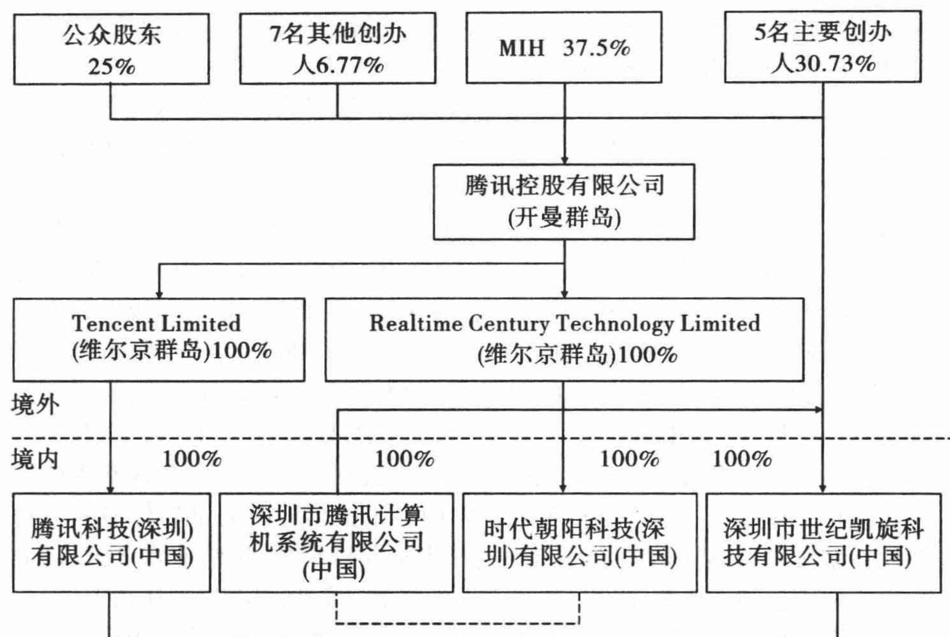
2002年，腾讯净利润达1.44亿，比上一年增长10倍之多。这一数字在2003年变为3.38亿。2004年第一季度则成功实现赢利1.073亿，比2003年同期增长87%。快速的赢利增长能力，为成功上市打下了坚实的基础。

2004年4月，QQ用户突破3亿。5月，位居"2003年深圳软件企业百强"排行榜第四。2004年6月16日，是值得腾讯骄傲的日子，在香港主板上，股票代号为0700.HK的新股正式亮相，全称为腾讯控股有限公司(Tencent Holdings Limited)的股市新军，带着第一家连续12季度赢利的中国互联网公司的殊荣，在股票市场上稳步前行。

经过数次调整，截至2009年2月，腾讯集团主要股东控股情况为：MIH 35.07%、马化腾11.71%、张志东4.28%。

需要说明的是，早在2001年6月，香港盈科就以1,260万美元的价格将其所持有腾讯控股20%股权悉数出售给MIH(米拉德国际控股集团公司，南非传媒集团Naspers全资子公司)。IDG也将13%的股份转让给MIH。加上腾讯控股主要创始人2002年13.5%的股份出让，腾讯股权结构变为：创业者46.3%、MIH占46.5%、IDG占7.2%。直到2003年8月，腾讯创业团队将IDG所持剩余股权悉数购回，并从MIH手中少量回购，经过股权重新调整，最终完成上市前MIH和创业团队分别持股50%的股权结构。虽然盈科、IDG并没有完全享受到上市的盛宴，但初始110万美元的投资，在不到一年的时间内，即获得1,000余万美元的回报已经堪称奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：实线表示股权关系，虚线表示协议关系。资料来源：腾讯招股说明书。

图 39－3　上市时腾讯股权结构

需要补充的是，ABSA Bank 申报在 2004 年 8 月 31 日持有腾讯 1.85 亿股好仓权益，占已发行股份的 10.43%，在此之前 ABSA 并没有持有腾讯。此后，腾讯股权结构未发生较大变动，逐步调整至今。

第五阶段：功成名就四方来贺，飞速发展造就 QQ 王国。

2004 年 8 月 27 日，腾讯 QQ 游戏(http://game.QQ.com)的同时在线突破了 62 万人。QQ 游戏从 2003 年 8 月 18 日开始试运营，在短短一年间，QQ 游戏的最高同时在线从其试运营第一天的 100 人发展到现在的超过 62 万。10 月，腾讯网被评为中国“市值最大网站”之一。10 月 22 日，在刚刚结束的“2004 中国商业网站 100 强”大型调查中，腾讯网(www.qq.com)得票率名列第一，领先于新浪、搜狐、网易等门户。同时，腾讯 QQ.COM 还被评为中国“市值最大 5 佳网站”之一。这表明，腾讯网(www.qq.com)已经跻身中国的强势门户，成为中国最具影响力的门户网站之一。同年 10 月 27 日，推出腾讯 TT(Tencent Traveler)。12 月，腾讯以其在过去三年高达 1398% 的业务增长量在德勤国际会计公司颁发 2004 年度亚太地区高科技、高成长的五百强公司排名中名列第十七位。12 月 QQ 游戏最高同时在线突破 100 万。这是继 2004 年 8 月 QQ 游戏在线突



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



破60万以后创造的休闲游戏平台在线新高，腾讯打造国内时尚娱乐第一门户网站QQ.COM在推出一年多的时间里，取得重大成绩。在Alexa国内门户综合排名第4，首页及三大频道国内排名第三或第四。2004年12月，入选“2003年度深圳民营企业50强”。2004年12月，腾讯公司已经独立开发出近30项拥有著作权的软件产品。

2005年1月，腾讯公司被认定为“2004年度深圳市重点软件企业”。2005年2月，腾讯QQ同时最高在线人数突破1000万。2005年2月16日，腾讯QQ的同时在线人数首次突破了1000万。自2000年5月腾讯QQ的在线人数突破10万以来，仅用了4年时间就达到了100倍的增长。2005年4月，腾讯公司获“2004年度深圳市知识产权先进单位”称号。2005年4月22日，腾讯公司荣获深圳市知识产权保护先进单位第三名，前两位分别是华为技术有限公司和中兴通讯股份有限公司，同日，国家知识产权局阎晓宏副局长率队参观视察腾讯知识产权保护工作后，积极评价道：腾讯在中国最早推出即时通讯软件QQ，成功运营这么多年，且打造出QQ企鹅卡通这一卡通品牌形象，影响非常之大，已成为中国互联网公司在版权保护和利用方面的代表。阎晓宏副局长还指出，双方要加强沟通合作，共同维护“腾讯QQ软件”“企鹅卡通动漫形象”等版权资产的合法权益。2005年5月，腾讯公司位列“2005年中国软件产业最大规模前100家企业”第25位。2005年5月12日，在信息产业部根据国家统计局与信息产业部联合统计的2004年全国软件产业统计年报数据，按照企业完成“软件产品收入”“系统集成收入”“软件服务收入”三项指标之和进行排定审定的“2005年中国软件产业最大规模前100家企业”中，腾讯公司排名第25位。2005年10月27日，QQ2005正式版在北京发布，“丰富”“安全”“交流”“个性”“整合”“文化”六大特色功能，再次成为国内即时通讯产品发展的风向标。11月21日，推出Foxmail。2006年11月16日推出超级旋风。2006年12月7日，推出QQ医生。2007年7月24日，推出QQ日历。2007年11月20日，推出QQ拼音输入法。

2008年1月，腾讯财付通获“最受B2C商户信赖支付平台奖”。当月7日，由《中国经济周刊》发起主办、人民日报海外版和人民网共同协办的“中国改革开放30年经济百人榜”发布暨系列评选启动仪式在京隆重举行，腾讯公司创始人之一马化腾先生入选该榜单。2008年3月，腾讯被评为“2007卓越雇主—中国最适宜工作的公司”。腾讯QQ同时最高在线人数突破4000万。2008年7月，腾讯被认定为广东省创新企业。2008年9月，腾讯荣获“国家文化产业示范基地”称号，成为获此殊荣的唯一一家互联网综合服务企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方观点汇集

（一）《国际金融报》(2004年6月8日)：腾讯16日上市，真实意图何在

腾讯公布的招股价在每股港币2.77元至3.70元之间，据腾讯有关人士的保守预计，此次腾讯有望募集至少12.58亿港币的资金。如果一切顺利，腾讯将在6月16日在香港联交所主板正式挂牌上市。腾讯并不缺钱，上市又到底是为了什么呢？是大股东出于套现的目的？还是使公司治理结构趋向合理？

在新一代中国年轻人中间，不知道腾讯QQ的恐怕不多。

对于资本市场而言，早在两年多前就传出上市的腾讯公司也并不陌生。

经过几年的等待，2004年6月7日，腾讯正式向海外投资者发售4.2亿股股票。7日，这一消息在中国互联网界引起了巨大震动，滴水不漏的保密工作也令诸多投资机构和媒体在消息面前措手不及。

按照腾讯控股有限公司发布的公告称，腾讯将在香港联交所主板上市，发售的股份中大部分将做国际配售，约10%的购买权利给予了香港的公众人士。腾讯IPO是由高盛(亚洲)有限责任公司作为全球保荐人进行的。

腾讯公布的招股价在每股港币2.77元至3.70元之间，最终的发售价格预计将在6月11日确定。

1. 造就网络新贵

此次腾讯IPO之后，按照发行价区间，腾讯市值将在46.55亿~62.18亿港币之间。从招股文件上显示，腾讯控股在正式发售前主要股东是由12个自然人和一个法人组成，并各占50%的股份。这12个自然人有10个目前在腾讯就职，法人是2001年6月通过收购MVL和IDG公司全部所拥有的腾讯股份，成为腾讯第一大股东的MIH公司。

香港联交所主板具有全流通性质，在腾讯IPO发行4.2亿股公众股后，12个自然人和MIH所占腾讯控股的比例将各从50%减少到37.50%，但这些股东的股本并没有因此减少，这表示此次IPO采取的是增加股本的方式稀释原有股东比例的方式，而不是采取在原有股东的股本上进行减持的方式。

腾讯IPO之后，12位自然人股东一共将拥有至少17.5亿港币的账面资产。马化腾、张志东、曾李青、许晨哗、陈一丹五位自然人共拥有至少14亿港币账面资产，也就是说腾讯在上市之后，至少将创造5个亿万富翁和7个千万富翁。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



截至本报记者发稿前，尚未从有关方面获知对这12个自然人股东出售股份有何限制性条款。按照惯例，一般上市公司对公司管理层持有公司股票的时间和买卖公司股票有约定，主要体现在买卖的数量和时间上。

相比其他10个自然人股东，不需要动用尚未流通的腾讯股份，腾讯QQ的主要创始人马化腾和另一个创始人现任腾讯首席技术官张志东6月16日就可以从公众股东那里拿回自己的钱。马化腾和张志东将通过各自控股的海外公司在腾讯挂牌后，直接套现金额分别约1.8亿和8,000万港币，从而一举跃入中国IT新贵行列。

2. 上市目的何在

对于中国IT界而言，他们更关心的不是谁成了亿万富豪，而是关注腾讯在获得13亿左右的现金之后，要把这些钱投向何处？

在腾讯的招股文件里，预计将把8.18亿元港币投向腾讯新的战略方向，也就是即时通信、娱乐和互联网新业务方面，并存在未来收购第三方技术开发商和服务提供商的可能。另外2.5亿元港币用作现有公司的业务扩展。

事实上，有分析人士指出，从腾讯2003年全年收入7.35亿元人民币及赢利3.222亿元人民币来看，即使不进行IPO，腾讯巨大的现金流也有能力收购国内大多数从事即时通信和娱乐新业务的中小型公司。

从2004年第一季度腾讯收入和赢利情况看，分析师预估2004全年收入将超过10亿元人民币，盈利超过5亿元人民币，如此看来，上市融资对于腾讯而言似乎不是最重要的目的，一句话：腾讯并不缺钱。

所以谈到上市的目的，除了2.5亿元港币的资金是对现有业务进行扩充的理由十足令人满意之外，8.18亿的资金去向实在是一件令人好奇的事情。有人士表示，不排除腾讯在较短时间内进行一次大规模收购的可能。

如果不是为了钱，腾讯上市又到底是为了什么呢？

也有投资银行认为，是大股东出于套现的目的进行了此次IPO。但反观腾讯的股东组成结构和现在的经营情况，相信MIH已经收回投资。所以为什么腾讯要把如此大的一块肥肉拱手出让给香港的公众股东，此举目的看来还不甚明朗。

一般公司上市还有另外一个目的，就是使公司治理结构趋向合理。但从腾讯的招股文件上看，除了增发一部分股份给予公众股东外，腾讯的其他股东在结构和持股比例上并没有发生根本性的变化，MIH和12个自然人还约定，腾讯控股的首席执行官由12个自然人进行推荐，首席财务官由MIH进行委派，显然要通过上市改造腾讯也不像是目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)比特网(2004 年 7 月 15 日):网游能让腾讯走多远

收购是必然的。马化腾在上市前就表达了要通过收购,实现把腾讯做大做强的理想。

时间回到今年的 6 月 16 日,国内最大的在线即时通讯运营商深圳腾讯公司在香港联合交易所主板正式挂牌。也就在当天,记者的一位业内的朋友打来电话希望能从媒体了解一些关于腾讯上市的事情,并且发牢骚说,找了很多关系,可还是没能买到腾讯的股票,他说,他对腾讯 QQ 将来的发展充满信心。

可是,随着被中国互联网企业视作“金山只露出一角”的短信业务的增长放缓,国内互联网企业又一轮洗牌随之开始,加之在线即时通讯市场竞争日趋激烈,一旦腾讯 QQ 失去了在即时通讯市场的领先地位,那么将会对刚刚成立的腾讯控股意味着什么呢? 面对同类即时通讯产品和国内网络运营商的强大压力,腾讯 QQ 需要找到一个合理的解决办法,这个办法就是在巩固现有阵地的同时进行突围,突围出去培育新的阵地。但是,如果新的阵地培育不好的话,腾讯控股很有可能受困于竞争对手的围剿,陷入难以收拾的境地。

1. 马化腾 2 亿美元开道,砸向网游

有人说,有钱后会比没钱时更迷茫,因为不知道手里的钱该怎么花。

两年前,也就是中国的互联网行业刚刚看到曙光的时候,马化腾来到杭州参加由阿里巴巴举办的“西湖论剑”大会。记者和他在西湖边的“文澜阁”茶楼喝茶,记者向他介绍,“文澜阁”原先是藏《四库全书》的地方,这里很幽静,适合思考问题,当时马化腾低头不语,或许此时的他正在思考,被称为“金山”的短信业务能否救了腾讯 QQ。

“西湖论剑”结束的当天下午,马化腾一个人匆忙赶回了深圳,在机场,他和记者通了一个电话。电话中,记者感觉到他虽然对腾讯 QQ 未来充满信心,可信心中也有丝忧虑。

马化腾重金砸向网络游戏,不能说他没有底气。他的底气来自于腾讯 QQ 过亿的用户基数。从目前 QQ 用户的增长以及 QQ 游戏玩家的不断增多,不能不说明一个现象,如同管理学中的感情消费一般,长久接触的感情使得 QQ 用户更加钟爱于腾讯的相关产品。

“腾讯进军网游,尽管有渠道和会员等资源优势,但是很明显网游已经处于饱和阶段。而且运作网络游戏腾讯并不擅长,这将是它最致命的短板。到底腾讯能否从乱军中杀出?”有业界人士认为,这仍然需要观望。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. QQ 王国的下一步究竟在哪儿

记者从腾讯的招股文件中了解到，腾讯将把上市得来的 2.5 亿元港币用作现有公司的业务扩展，而其余 8.18 亿元港币则投向新的战略方向。这其中，除了扩充业务的 2.5 亿元港币资金理由令人信服之外，8.18 亿港币的资金将何去何从？所谓的新战略方向又是如何呢？

虽然马化腾在北京透露出了进军网络游戏的野心，但有人认为，进军网游是马化腾迷惑大家的幌子，实际上他是在暗度沉仓，选择其他的投资项目。而电子商务和娱乐业才是他真正的宝剑。

早在腾讯上市前，马化腾就曾和记者谈到募集资金使用的问题，当时他表示，募集资金的 65% 将用于战略性收购，收购对象可能涉及电子商务或音乐领域的增值服务。

涉足电子商务，是腾讯早晚要打的一张牌，可现在涉足是否恰当呢？当当、卓越、易趣、阿里巴巴在今年的市场上动作幅度都很大，而最新进军电子商务的淘宝已经投资了 1 亿，并且号称允许两年不赢利。在淘宝坚持不收费的口号下，传统的电子商务厂商已经感受到了强大的压力。种种迹象表明，中国电子商务市场正在酝酿变革。而在没有完成洗牌前，腾讯要在这个时段介入，也许并不是最佳时机。

由此看来，收购是必然的。马化腾在上市前就表达了要通过收购，实现把腾讯做大做强的理想。他表示，腾讯打通融资渠道后，将进行一系列的收购，通过资产规模效应，奠定与微软、雅虎等网络巨头抗衡的基础。

涉足娱乐业，也是腾讯下一步要打的牌，2003 年的 QQ 之星评比和今年的 QQ 歌手大赛，如果把这仅仅看做是腾讯配合短信业务和品牌提升进行的推广活动，那就是大错特错了，这两个大型的活动已经为腾讯 QQ 进军娱乐业埋下了伏笔。

不管怎么走，腾讯的下一步都显得至关重要。MSN 对于腾讯 QQ 在中国市场的地位的威胁，网易泡泡以及雅虎通的追赶，不会给腾讯 QQ 留下太多的喘息时间，如果腾讯的下一步走得不好，就很有可能受困于竞争对手的围剿，陷入难以收拾的境地。

(三)《人力资本》(2006 年 8 月 20 日)：腾讯 CEO 马化腾：从“抄袭”开始创业之路

“马化腾是业内有名的抄袭大王，而且他是明目张胆地、公开地抄……”王

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

志东对此毫不忌讳。

从“技术小角色”到“.COM 公敌”网络服务器端信息保存的程序，对于一个技术人员并不是什么太大的难事，但将两端的功能按照用户的需求进行有机的结合，产生全新的效应，并受到网民的追捧，就不是那么简单了。把 QQ 放到互联网上供用户免费使用后，居然在不到一年的时间里发展了 500 万用户，就连马化腾本人也没有想到。

在腾讯不再为用户数量发愁的时候，马化腾开始积极寻找各种可能赢利的点。此时的腾讯是在与时间赛跑，“等新的模式开始赢利的时候，腾讯很可能已经担负不起 OICQ 的运营费用”，所以马化腾并没有思考新的模式，而是从韩国同行那里找到了 OICQ 赢利的可能性。当时韩国流行给虚拟形象穿衣服的网络服务，马化腾眼睛一亮，开始联系耐克、阿迪达斯等企业，把他们最新款的衣服放在网络上，供 QQ 用户付费使用。

由此开始，腾讯才真正生存了下来。“如果做其他不熟悉的业务，腾讯也许很早就死掉了”，马化腾后来坦然承认，腾讯在发展初期确实危机重重，值得庆幸的是，自己选择了一条正确的发展方向。

1. 活着的唯一法则就是眼前利益，马化腾也不能例外

如今的腾讯市值 35 亿美元，2006 年第一季营收超过 8,000 万美元，皆为中国互联网之最。但恐怕没有人想到过，马化腾最初的想法竟然是想等 QQ 成熟后卖掉套现。

从当时中国互联网发展的阶段来看，马化腾的最初想法无疑是正确的，个人英雄们的最终出路，大多是卖掉自己的成名作品。即使这样，对于技术型创业的创业者而言，卖掉产品也是需要重新学习的一门课程，对马化腾也不例外。在研发出 OICQ 之后，随之而来的是巨大的困难和挫折，由于不懂市场和市场运作，OICQ 拿出去向运营商推销，却经常被拒之门外，“甚至连见我们都不见”。平心而论，当时运营商的态度完全可以理解——在 ICQ 风行的时候，运营一个新的聊天工具确实风险很大，毕竟赢利是运营商最根本的追求。即使和一些有意向购买 OICQ 的公司谈判也并不顺利，每当进行到实质性阶段时，对方公司却“不理解腾讯技术和无形资产的价值”，表示只能按腾讯“有多少台电脑、多少个桌椅板凳来买”。最后，一连谈了 4 家都没有达到预计 100 万的底线，最高的一家也只出到 60 万。后来在业界谈论最多的，并不是腾讯如何以及为何成功，而是有多少人打过它的主意——不乏网络业高管以惋惜的口气回忆说，自己的公司曾在什么价位上试图买下腾讯，但最终失之交臂。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与此同时，对 QQ 的大量下载和暴增的用户量让公司难以支撑——因为人数增加就要不断扩充服务器，那时一两千元的服务器托管费都让当时小作坊式的腾讯公司不堪重负，没有资金更新设备，工作人员也快发不出工资，“我们只能到处去蹭人家的服务器用，最开始只是一台普通计算机，放到具有宽带条件的机房里面，然后把程序偷偷放到别人的服务器里面运行。”

“网页、系统集成、程序设计……什么业务都敢接”，正如马化腾自己所言，当时的期望很简单，让公司活下去。

如果不是看到老友丁磊拿到了风险投资，不堪重负的马化腾最终很有可能就 60 万卖掉 QQ（因为版权问题，后改名为 QQ）。然而网易获得风险投资，使马化腾意识到了互联网还有其他的玩法，也使马化腾意识到 QQ 可以“玩”出更大的空间，“我们决定自己‘养’下来”。

为了获得风险投资，马化腾和其他合伙人一共做了六个版本的商业计划书，每一份都有 20 多页，但往往都是石沉大海，杳无音信。但 1999 年的深圳高交会挽救了马化腾和他的腾讯，凭借 OICQ 仅半年占领的市场地位，马化腾幸运地拉来 IDG 和李泽楷旗下盈科数码 220 万美元的投资，这无疑为腾讯找到了活路。

2. 后发制人一定要“抄”

八年前，马化腾开始做 IM（即时通讯），现在用户数量第一；在三年前开始做门户，现在流量第一；做休闲游戏，将业界老大联众取而代之；进入网游后成长势头凶猛，让盛大、网易开始警惕；一年前开始电子商务，在拍卖和在线支付上一出手，让马云、王志东等前辈紧张万分。在中国互联网业，做到横跨多个业务线的企业并不少，却没有一家互联网公司能像马化腾这样在多条业务线上同时做到领先，那么马化腾是如何做到的？

当今的互联网市场变化得太新太快，几个月的时间就会冒出很多新事物，凭什么判断热点？换句话而言，这意味着任何的结局都有可能出现，仅仅由自己主观来判断，只会导致出错的几率增大。相比之下，如果有“先行者”，就可以观察别人哪些做得好，哪些做得不好，然后再改进。“我不争第一，没意义。新产品一出来就要保证稳定，不能想怎么改就怎么改，要慎重。”马化腾说。

（四）太平洋电脑网（2007 年 2 月 6 日）：中国特色互联网成就腾讯，马化腾威望登顶

随着即时通讯软件 QQ 在国内网民中使用普及率的增加，马化腾个人影响力也越来越受到外界的关注。有媒体指出，马化腾可与美国创建 Google（谷歌）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 Sergey Brin 和 Larry Page 相媲美。还有人甚至表示，即使是 Google 也不能像马化腾领导的腾讯公司那样，在公司所在的国内市场中占有绝对领导地位。据不完全统计，现在即时通讯软件 QQ 的用户数已经超过 1 亿，占据即时通信市场份额的 80%。

德意志银行证券部互联网分析师 William Bao Bean 表示："几乎每个人都在谈论注意力，而腾讯公司在中国吸引了所有人的注意力，现在他们正在竭力利用这种优势。"

但近年来腾讯的井喷式发展也并非一帆风顺，最近，腾讯就由于使用的虚拟货币 Q 币一事招来了中国人民银行的关注。据某央行官员表示，央行现正着手调查腾讯公司使用的虚拟货币 Q 币是否对中国现有的流通货币人民币构成威胁。他表示如果涉及洗黑钱事件，将有可能着令腾讯停止使用 Q 币。

对作为目前最富有的中国人之一、身家近 8.5 亿美元的马化腾来说，这仅是公司前进途中的小插曲。据马化腾介绍，他领导的腾讯公司目标就是希望中国用户以自己的方式使用互联网。他谈到"我想每个互联网用户都有自己的个性特点，在 2005 年和 2006 年，我们制定了一个新策略——在线生活。"

在北美，互联网用户更多使用网络来收发电子邮件，上网冲浪获取信息，而中国的年轻网民则更喜欢在互联网上玩儿在线游戏，为手机和 MP3 播放器下载视频和铃声，通过虚拟货币和人物角色扮演构建虚拟的网上世界。腾讯在提供的这些服务中赚得盆满钵满。

摩根士丹利的数据显示，与美国网民构成不同，中国网民中 70% 的年龄低于 30 岁，而在美国，大于 30 岁的网民占了约 70%。

摩根士丹利分析师 Richard Ji 表示"腾讯具有中国最大的虚拟社区。在中国，互联网最大的用途就是娱乐，而在美国，则是信息。这就是为何 Google 能称霸美国，而腾讯则雄踞中国的原因。"

腾讯的成功也导致了像雅虎、谷歌、eBay 等互联网巨头在中国迟迟不能打开市场。分析家指出，虽然本地公司受到政策保护令雅虎等美国公司在竞争中处于不利地位，但美国公司对中国互联网市场理解不够，才是各间公司在中国纷纷落马的原因所在。

搜索巨头 Google 在中国市场就被百度侵占了不少市场份额，而雅虎更将雅虎中国卖给了中国的阿里巴巴，而 eBay 在中国的日子更是艰辛，去年 12 月，其中国部门也转手给了 Tom. com。

腾讯公司最初是 1998 年马化腾等人创立的。这是中国首间提供即缺通信服务的公司。但在公司建立的初期，公司几乎毫无利润可言。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为最早向腾讯注资的香港电讯盈科集团(PCCW)的 Shirley Yeung 表示:“他们根本就没有一个赢利模式,他们压根不知道如何去赚钱。这是一群年青的天才工程师组成的公司,他们具有创造新事物的热情。”

在 2001 年,腾讯迎来了有史以来最大一笔资金的注入。来自南非跨国媒体公司 Naspers 旗下的 MIH(米拉德国际控股集团公司)投资 3,500 万美金收购了公司 50% 的股份。在腾讯随后与中国移动达成战略合作伙伴协议后,公司的业务蒸蒸日上。马化腾表示“这是我们的第一桶金。”在 2004 年,腾讯公司获得了超过 1.3 亿美金的收入,在高盛集团的帮助下,腾讯公司成功在香港上市。

现在,腾讯公司在竞争日趋激烈的中国互联网市场上,受到了各方的步步紧逼。国内新浪、搜狐、网易、百度等公司对腾讯虎视眈眈,而美国 MySpace 等公司也欲在中国市场分一杯羹。马化腾则对公司前景充满信心,他表示“现在市场上具有各种机会,今天的市场领头羊并不一定就能成为明天市场上的领衔人物。”

(五)《中国企业家》(2006 年 6 月 28 日):“全民公敌”马化腾

过去五年中,王雷雷、丁磊、周鸿祎、马化腾,还有杨元庆,都尝试过同一件事情。不过最后只有一个人成功了。他们都想在门户格局中取得一席之地,将流量领先的新浪和搜狐取而代之。

Tom 在线沿袭李嘉诚旗下 Tom 集团做大媒体集团的思路,王雷雷在 2002 年大举投入、发狠要进“门户前三”。倍感 Tom 紧逼压力的网易也一直没有放弃赶超新浪、搜狐的努力,为此,丁磊先后用了四任总编辑。2003 年末开始,前雅虎中国总裁周鸿祎声称要为“全球第一门户”在中国夺回“应有的位置”。腾讯则几乎在同时推出 qq. com。马化腾说得很明白:“我们会进入门户前三,前三中有一家会是新浪,另一家我不知道是谁。”而比这还早三年,联想和 AOL 成立合资公司,为把 fm365. com 烧成“中国 AOL”准备了 1 亿美金。他们可都是中国互联网甚至 IT 界最厉害的角色。

杨元庆的能力无须多言。在中国互联网,周鸿祎以“强势”著称。Tom 在线虽然是后辈,但 2001 年才发力,2005 年利润就追过新浪、营收超搜狐 70%。盛气凌人的周鸿祎也常常跟人讲:“王雷雷后发制人,很不容易。”丁磊更不在话下。这个“技术精英”加“天才商人”掌管的是中国互联网业利润最高的公司。只有马化腾给人印象最为模糊。他偏安于深圳,极少在媒体露面。

马化腾做门户所用的人,也是丁磊和王雷雷用过的人。孙忠怀,在来腾讯担任网站部总经理之前,就分别任 Tom 在线和网易的内容总监。这个人三番受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

命构建大门户，最终在马化腾旗下成就夙愿。

孙忠怀说，丁磊是个天才。既对未来抱有“精准的预见”，也能坚决执行，直到“把每一个细节都抠透”为止。而王雷雷“激情澎湃”，这个大学时候的体育尖子工作到后半夜，累了就去跑步，再回来工作，到凌晨5点回家睡觉，早上10点又到公司。

相对来说，马化腾是另一类人物，从不发脾气，为人儒雅，但每一步都有计划。当年一起创业的几个伙伴至今都还在腾讯抱团发展，团队之稳定，互联网少见。腾讯有集体管理的传统，亲情、朋友之间的关系多过于上下级、铁的纪律这些东西。女员工喜欢叫老板“小马哥”，男员工多叫他英文名 Pony，是小马驹的意思。如果放回三国乱世，孙忠怀比马化腾为“诸葛亮”，为人谦恭，但“坐在办公室就能胸怀天下”。

不过，就是这样一个人和他的公司，却在中国互联网被看做“全民公敌”！

腾讯在三年前开做门户，现在流量第一。后来做休闲游戏，干掉联众成为老大后又抬脚进入大型网游，成长凶猛，自此跟陈天桥和丁磊狭路相逢。2005年年中，蓄势已久的腾讯又在网络拍卖和在线支付上出手，开始追赶马云。此后，取得 Google 支持，冲入多方混战的搜索市场，为自己宣布了一个新的敌人：李彦宏。其间，QQ 平台上繁殖的小业务数不胜数。至此，互联网“四大天王”Google、eBay、Yahoo、MSN 干的所有业务，腾讯都干了。

其实中国互联网横跨多个业务线的企业不在少数，但几乎没有一家互联网公司能在两条以上的业务线同时做到领先，除了腾讯。

今天，腾讯市值35亿美元，2006年第一季营收过8,000万美元。皆为中国互联网之最。

马化腾说，未来五年，腾讯最大的挑战就是执行力。市场怎么样，大家都看得见，但不一定都拿得住。通过完整的指标体系和组织结构保证压力的传导。通过严格考核和末尾淘汰制留住好的人才。而所有这些，能把腾讯造成一个不依赖个人精英、而是依靠体制化动力的成熟机器。不依赖孙忠怀，也不依赖马化腾。

本书点评

腾讯的平台优势和整合能力几乎处于垄断地位，在以 IM 为基础的各种应用迅猛发展之际，还能否在社交平台与移动互联网业务上保持优势，将是对腾讯最大的考验。互联网企业同样面对多元化的诱惑，通过对细分市场的挖掘满足用户需求，因此，腾讯未来业务领域的竞争对手将不断向其发出挑战。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四十章 天合光能

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

天合光能有限公司（TSL）是一家专业从事晶体硅太阳能组件生产的制造商。天合光能有限公司，自1997年成立以来，一直是中国光伏行业的领军企业。高品质的光伏组件给世界各地的并网和离网状态下的民用、商用、工用，以及大规模的公共设施带来洁净、可靠的太阳能。凭借遍布亚洲、欧洲、北美的当地的销售和营销网络以及安装商合作伙伴，天合光能以提升太阳能行业的竞争力和能源的效率为己任，致力于打造一个可持续发展的光伏产业。

天合光能大量生产多种类型的单晶和多晶光伏组件，产品输出功率从165W到230W不等。我们根据市场的需求不断地调整着我们的产品，以便给客户提供更多更好的产品和服务。

天合光能有限公司硅锭、硅片、电池和太阳能组件的研究、开发和制造的基地位于中国江苏省常州市，该工厂占地面积为152526平方米。天合光能一直在扩大生产规模，目前正在建设另一个占地面积161475平方米的厂房，以提高公司产能。这一阶段的扩产项目竣工后（预计将于2010年竣工），天合光能从硅棒到组件的垂直一体化产业链的产能将从2008年年底的350MW增加到2009年的600MW。

天合光能的产品远销欧洲多个国家（如德国、西班牙、意大利、荷兰、法国和比利时）。这些国家的政府实行的激励措施。大大地加快了太阳能发电产品的应用。与此同时，天合光能还将目光投向法国、美国、韩国、印度、澳大利亚、中国和蒙古共和国等新兴光伏市场。天合光能销售渠道多样，包括全球的经销商、批发商和光伏系统集成商等等。

近年来，天合光能的销售额实现了快速增长。2006年，天合光能的销售额为1.145亿美元，而2007年的销售额增长到3.018亿美元，这一增长的主要原因在于市场对产品的持续需求，提高了我们的销售额和产能。此外，2007年，天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合光能持续运营的净收益达3,540万美元，相比2006年的1,320万美元有大幅度提升。

公司财务业绩如下表：

表40－1 财务数据

（单位：百万美元）

利润表	2008年第4季度	2008年度	2007年度
总收入	216.34	831.90	301.82
毛利总额	20.80	164.44	67.63
营业利润	3.86	99.98	35.99
净利润	－0.67	61.35	35.73
资产负债表			
流动资产总额	419.88	419.88	342.40
资产总额	940.12	940.12	600.67
流动负债总额	335.71	335.71	220.49
负债总额	507.06	507.06	233.19
股东权益合计	433.06	433.06	367.49
现金流量表			
	—	35.73	—
	—	－59.48	—
	—	－225.28	—
	—	249.90	—
	—	－33.68	—
主要财务指标			
	2008年第4季度	年度	年度
		2008年	过去一年
净利润率	－0.31%	7.38%	7.38%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

利润表	2008 年第 4 季度	2008 年度	2007 年度
营运利润率	1.79%	12.02%	12.02%
息税折旧前利润率	—	—	—
平均资产回报率	-0.28%	7.96%	7.96%
平均股权回报率	-0.62%	15.33%	15.33%
员工	3,487	—	—

来源：Google 财经

(二)历史沿革

1997 年 12 月，高纪凡与几位科研人员在中国太阳能光伏行业起步之时成立了天合光能有限公司。受到国外太阳能光伏行业蓬勃发展，尤其是美国克林顿政府“百万太阳能屋顶”(MillionSolarRoofs)计划的启迪，高纪凡先生发现了光伏市场发展的趋势，并相信这种趋势必将有益于中国。高纪凡的最初计划是建立一家太阳能光伏系统安装公司，专门为中国各个地区提供太阳电能。

成立之初，在核心科研人员的努力下，公司取得长足的进展，并于 1999 年 10 月成功通过 ISO9002 认证，展示了对质量的不懈追求和对国际标准的矢志奉行。同年，公司成立了天合光能研发中心。

经过无数的艰辛和坚定的追求，公司团队终于在 2000 年 8 月成功建成了中国首个太阳能光伏建筑。凭借这一巨大成就，天合光能一跃成为中国太阳能光伏行业的领军者。通过与中国政府合作，天合光能帮助编写了首个《中国国家独立光伏系统技术标准》。为了宣传这一重要里程碑，2000 年 9 月，天合光能在广州主办了首届“国际太阳能发电技术暨推广论坛”。该论坛展示了天合光能开发中国市场、推动太阳能发电行业创新的壮志雄心。

鉴于天合光能在促进太阳能光伏行业发展方面做出的努力和贡献，公司分别于 2001 年和 2002 年主办了第二届和第三届“国际太阳能发电技术暨推广论坛”。除了主办这些活动之外，中国政府还将天合光能选为参与‘西部光明工程’的首家私营企业，这是一个向中国偏远地区输送电力的倡议。此后不久，2003 年中旬，天合光能在西藏安装了 39 座太阳能发电站，成功完成首个系统安装项目。这一成功是天合光能团队五年多辛勤劳动的结晶，也昭示着天合向高纪凡先生将太阳能光伏带到中国的愿景又迈进了一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得益于政府的大力支持，天合光能在太阳能光伏行业受到了越来越多关注，影响力也日渐扩大，并于 2004 年参与了中国首部可再生能源法的编写工作。另外，天合光能还获得了其他项目，并于同年完成了“太阳能发电商业化”项目。此后，公司继续加大研发投资力度，并成立了常州太阳能光伏协会，以进一步加大公司的研发力度。由于这些项目的成功，高纪凡先生被任命为中国太阳能建筑委员会副主任，并于 2004 年 12 月获得常州市政府颁发的“杰出民营企业家”奖。

2004 年秋，天合光能意识到了扩大运营规模的必要性并接着开始了垂直一体化模式的扩展规划。垂直一体化的第一步是启动组件生产，2005 年初，天合光能筹建了一家组件生产厂。此后不久，2005 年 8 月，天合光能开始向上游扩展，生产出首批单晶硅棒。同年 10 月，该硅棒厂全面投产。运营团队继续落实极具雄心的扩展计划，于 2006 年 2 月开始制造硅片，到该年末，产量已达 28MW。

随着产能的快速扩展，天合光能同时开始在海外展开积极的品牌推广战略，并获得了首批德国客户的青睐。这些客户关系快速发展，天合光能很快就与寻求长期合作的行业领军企业通力协作，使天合光能的销售网络成功扩大到其他国家，其中包括意大利、法国、比利时、荷兰、挪威、韩国、澳大利亚、美国，以及欧洲和亚洲其他一些国家。

2006 年，天合光能获得多家国际知名投资机构的投资，其中包括麦顿基金（Milestone Capital）、好能源（Good Energies）和美林证券。这些投资打开了天合国际化进程的大门，在提高产能和品牌推广的过程中，发挥着至关重要的作用。

2006 年 12 月 19 日，天合光能在美国纽交所挂牌上市，成为中国改革开放 20 多年来在纽交所上市的第三家民营企业，天合光能也由此实现了从一个民营企业到一个国际化现代企业的根本性转变。

时至今日，天合光能已成为目前国内甚至世界上少数几家垂直一体化光伏公司之一，产业链非常完整，包括从硅料处理到单晶棒、硅片、电池片和组件生产的一个完整价值链。

2001 年，公司成立上市办，只是瞄准了国内中小企业创业板。之后，公司开始坚持不懈规范企业管理，千方百计吸引风险投资机构。2004 年底，吸引了国内的风险投资人，走出了开放股权和创建现代企业的第一步。

2006 年 4 月，吸引了国际知名的投资机构麦顿投资和美林集团，5 月，来自瑞士的专门投资新能源产业的好能源公司成为天合股东；同时还吸引了很多国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



际化优秀人才,形成了一支经验丰富的技术和经营管理团队。在团队的努力和专业投资机构的协助下,通过对境内外上市地的利弊分析,大家认为,美国的监管要求虽高,但却是最好的选择,因为在美国上市,不仅可以获得全球性的品牌知名度,同时严格的监管更有利于规避企业未来的经营风险。

2006 年 5 月,公司聘请了国际最专业的投资银行和律师事务所启动了上市计划。2006 年 12 月 19 日,天合光能在美国纽交所上市,首期发行股票 530 万股,发行价为每股 18.50 美元,收盘价 20.28 美元,涨幅为 9.62%,成功募集资金 9,800 万美元,这些资金为企业更快地扩张提供了资本来源。2007 年 6 月 6 日,天合光能又成功完成了增发,增发定价为每股 45.00 美元,比 IPO 的价格高出了近 150%,共募集资金超过 2.43 亿美元。在首次公开发行后,这么短时间内实现增发,这在上市企业中是不多见的。

2006 年 12 月,天合光能在纽约证券交易所(NYSE)上市,并于 2007 年 6 月成功引入资本,这些举措为公司继续落实扩展计划创造了条件,为产能的快速提高和原材料的采购提供了保障。与此同时,借助在纽约证券交易所挂牌上市以及国际投资者的大力支持,公司吸引了来自全球各地的众多人才。如今,天合光能拥有一支来自数十个国家的人才的国际化团队,他们拥有丰富的光伏行业经验,时刻都在为公司的成功贡献力量。

天合光能的足迹不断扩大,在中国、德国、西班牙和美国都设有分公司,在欧洲各个主要国家设有本土化的销售经理团队,以便为客户提供及时、专业的服务和支持。除此之外,天合光能还为亚洲、欧洲和北美的客户提供周到的售后技术服务。

目前。天合光能大量生产多种类型的单晶和多晶光伏组件产品,输出功率从 165W 到 230W 不等。我们根据市场的需求不断地调整着我们的产品,以便能够给客户提供更多更好的产品和服务。

2008 年 2 月,天合光能新办公楼正式投入使用,这幢建筑外墙上安装着精心集成的玻璃光伏组件,它不但标志着天合取得的巨大成就,同时也是光伏能源应用的典范。天合光能计划到 2008 年年底将安装产能从 2007 年底的 150MW 提高到 350MW,到 2009 年底提升至 700MW。过去十年取得的成就为天合光能快速发展奠定了坚实的基础,而全球替代能源巨大的开发潜力则为天合收获一个更加光明的未来提供了保障。公司将在追求电网平价的同时,继续秉承锐意创新、狠抓质量、增进效率的宗旨,以壮大全球太阳能光伏产业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方观点

(一)中国拟在建项目网(2006年5月9日):光能前景光明

经过三方3个多月的努力,4月29日,天合光能、美林、麦顿签署战略合作协议。

Merrill Lynch(美林)和Milestone Capital(麦顿)联合向常州天合光能有限公司投资3,000万美元,将全部用于扩大生产规模。预计今年产能将达到50MW、实现销售收入15亿,2008年产能将达到200MW、实现销售收入55亿元,到2010年,天合光能将建成360MW完整产业链的百亿元光伏基地。

常州天合光能有限公司成立于1998年,公司组建仅两年后——2000年8月,天合光能成功研发出国内首座太阳能样板房,之后中标"国家西部无电乡通电工程",高标准、高质量承建了西藏昌都等地40座太阳能光伏电站,在该行业迅速崭露头角。此后三年中,天合光能紧握技术创新的"利器",相继成立了"常州天合光能公司新能源研究院"、"常州光能工程技术研究中心",承担了科技部"十五"攻关计划项目——"光伏与风力发电商业化"——与不同类型建筑相结合的光伏建筑构件项目。公司董事长高纪凡还直接参与制定了我国第一部《可再生能源法》以及中国太阳能行业标准。目前,常州天合光能在国内业界名列三甲,也是世界优秀的光伏企业之一,产品全部出口德国、西班牙、意大利、法国、美国等欧美国家。今年一季度,天合光能销售收入达1.98亿元,是去年同期的13.6倍,今年预计可实现销售15亿元。

(二)《东方早报》(2006年12月26日):中国光伏企业扎堆美国上市

在美国资本市场,中国光伏企业已成气候。继无锡尚德、常熟阿特斯在美上市之后,江苏又有两家光伏企业——常州天合光能、江苏林洋新能源在19日、20日相继在纽交所和纳市挂牌交易。

太阳能设备制造商天合光能(Tri－naSolar)19日正式登陆纽交所,交易代码为"TSL"。此次IPO,天合光能发行股票530万股,招股价为每股18.50美元,成功募集资金9,800万美元。

紧接着,20日在纳市挂牌的是光伏设备制造商江苏林洋新能源有限公司,交易代码为"SOLF"。此次该公司发行1,200万股美国存托凭证,IPO招股价为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每股12.50美元，成功融资1.5亿美元。此外，若承销商完成1,200万股发行量，则可向配售股东额外购买180万股美国存托凭证。

这样一来，在美国上市有四家中国太阳能公司，分别是无锡尚德、阿特斯、常州天合、林洋新能源。

1. 在美国IPO筹钱更多

“目前美国资本市场行情比较好，IPO招股价比较高，能获得较多的融资额，因此这两家光伏企业选择在这个时机上市。”同样在筹备海外上市的中电光伏相关人士认为。

上述两家太阳能光伏企业得到了投行的青睐。天合光能的主承销商是美林，在此之前，天合光能曾融资4,000万美元，投资方包括麦顿、美林证券以及GoodEnergiesInvest－ments。而高盛亚洲和CIBCWorldMarkets担任林洋新能源上市的主承销商，2006年6月和8月，林洋新能源先后两次募资共获得来自花旗银行、联想弘毅、联想投资和GoodEn－ergies 5,300万美元的投资。据悉，此为联想控股旗下两家投资公司——弘毅投资和联想投资首例推向NASDAQ上市的项目。

“对光伏企业来说，尽多、尽快融资是第一步，紧接着的是扩大产能、购买硅原料。”一位光伏企业负责人接受早报记者采访时表示，“比如，无锡尚德，在上市之后，就进行对日本MSK的收购以及签订了与MEMC多晶硅的供应合同，从而开辟了日本市场和稳住了原材料供应。”

据悉，天合光能募集资金将用于收购原材料、完成工厂建设和一般管理用途，而林洋新能源此次IPO共将筹得1.5亿美元，这些资金将主要用于购买和预付原材料，提高产能、研发投入及战略收购。

2. 行业利润率下降明显

“现在，备战可能到来的太阳能光伏寒冬也是行业主要任务之一。”上述负责人表示，光伏行业已经出现了一哄而上的情况，而如果一手捧起国内光伏企业的欧洲《可再生能源优先法》，对光伏产业给予政府补贴的政策出现“风吹草动”，实施技术等方面的壁垒，那么两头在外的国内光伏企业可能受到打击。据了解，目前，德国正在酝酿对进口光伏产品实施相关限制政策。

“太阳能电池供需缺口在减少，从2004年起，太阳能电池制造商的净利润率已从高点开始下滑。”光大证券分析师韩玲曾表示，虽然产能过剩的判断尚为时过早，但利润率下降的趋势显而易见，终究利润率将跌至与机械制造业3%～7%差不多的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）《新京报》（2006年12月21日）：美国上市涨4成 董事长夫妇身价过亿美元

太阳能首日在纽交所挂牌交易，就赢得满堂彩，开盘价报26美元，较发行价上涨40.54%，为第二家海外上市太阳能民企，董事长高纪凡夫妇身价过亿美元。

昨日，继无锡尚德后中国第二家海外上市的民营太阳能企业——天合光能（TSL）首日在纽交所挂牌交易，就赢得满堂彩，开盘价报26美元，较发行价上涨40.54%，美国当地时间12月19日，天合光能正式登陆纽交所，上市开盘价为26美元，较发行价18.5美元上涨40.54%，盘中最高升至26.75美元，最终收于20.28美元，涨幅为9.62%．此次在海外IPO，天合光能共发行530万股美国存托凭证（ADS），每ADS折合100股普通股，招股价为18.50美元，成功在美募集9,805万美元资金。

据招股说明书显示，天合光能前三季度净收入为7,570万美元，比去年同期的1,140万美元增长了564.0%，收入成本则从870万美元增加到5,470万美元，毛利率从24.1%提高到27.8%．此次上市所集资金将用于收购原材料、完成工厂建设和一般管理用途。

昨日上市的天合光能让人很容易联想起一年前国内另一家民营太阳能企业，2005年12月14日无锡尚德（STP）上市首日即上涨41%，公司董事长施正荣身价攀升至13.838亿美元，此后尚德一路走高，施正荣很快成为当时的中国首富。

就在上市前，天合光能的董事长兼CEO高纪凡以20亿资产列今年的胡润能源富豪榜第9位，目前高纪凡和夫人吴女士并列公司第一大股东，所持股份占发行后总股本的41.06%，按昨日收盘价计算，公司在美市值为4.3亿美元，两人目前身价已高达1.77亿美元，能否成为施正荣第二值得期待。

（四）ChinaV-enture（2007年5月16日）：天合光能拟二次增发，麦顿投资将大幅套现

中国太阳能设备制造商天合光能（NYSE：TSL）于日前向美国证券交易委员会提交供股文件，拟增发5,406,280股ADS。美林证券、高稳公司、德意志银行及里昂证券亚太恒富为本次发行的联合承销商。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



天合光能本次公开发行的新股中，将有1,806,264股来自股东献售。其中，麦顿一期基金和麦顿二期基金将出售共计195,600股ADS。天合光能纽交所最新交易价格为每股58.13美元，按此水平计算，麦顿将套现11,370,228万美元。

2006年5月，麦顿一期基金和二期基金向天合光能联合注资1,100万美元。

天合光能有限公司是一家集新能源、新材料和环保产品研发、制造和安装的光伏企业，并于2006年12月在美国纽约证券交易所上市。

麦顿投资管理有限公司是一家专门在中国从事直接投资业务的海外私募股权投资公司。旗下管理着“麦顿中国机会投资基金”，主要投资中国稳健发展并且具有高成长性的企业，单个项目的投资金额一般在1,000万到4,000万美元之间。

麦顿投资已在中国投资了七家企业，其中分众传媒于2005年7月在美国纳斯达克上市。

本书点评

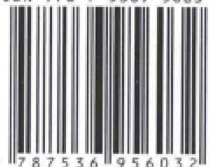
行业繁荣期，过度乐观的企业扩大产能，负债率迅速攀升，几乎毫无风险控制可言，一旦行业势头扭转，就知道谁在裸泳。确切地说，一旦政府补贴不起，就是退潮的时期了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



SIMU JIJIN JINGDIAN ANLI DAQUAN

ISBN 978-7-5369-5603-2



定价：186.00元
（上、下册）